

UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS

FACULTAD DE CIENCIAS CONTABLES

UNIDAD DE POSGRADO

**La performance del valor económico agregado (E.V.A.) y su
distorsión ante las fluctuaciones de las tasas de interés
contraídas por deudas.**

TESIS

**Para optar el Grado académico de Magister en Contabilidad con mención
en banca y finanzas**

AUTOR

Juan Carlos Chávez Bravo

Lima – Perú

2013

ÍNDICE

CARÁTULA	
DEDICATORIA	
AGRADECIMIENTO	
ÍNDICE	
RESUMEN	
ABSTRACT	
INTRODUCCIÓN	

CAPITULO I

1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	
1.1 SITUACIÓN PROBLEMÁTICA	04
1.2 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN	10
1.2.1 Problemas específicos	10
1.3 JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN	
1.3.1 Justificación teórica	11
1.3.2 Justificación práctica	12
1.4 OBJETIVOS	
1.4.1 General	12
1.4.2 Específicos	13

CAPITULO II

2. MARCO TEÓRICO	
2.1 MARCO FILOSOFICO DE LA INVESTIGACIÓN	14
2.1.1 Antecedentes del estudio de Investigación	17
2.2 Principios en la selección de ratios	21
2.2.1 ¿Porqué usar ratios ?	21
2.2.2 ¿Cómo seleccionar los ratios ?	22
2.3 Bases Teóricas.....	26
2.3.1 Principio del Valor Económico Agregado.....	26
2.3.1.1 Valor del Flujo de Efectivo Agregado (C.V.A).....	30
2.3.1.2 Metodología del Flujo de Efectivo Agregado	32
2.3.1.3 El índice del Flujo de Efectivo Agregado.	33

2.3.1.4 Comparación del E.V.A. y el Flujo de Efectivo Agregado.....	36
2.3.1.5 Comparación final de estos dos métodos utilizados como medición para la creación de valor que son el EVA Y CVA.	37
2.4 ¿Que se entiende por E.V.A ?	38
2.4.1 Responsabilidad de la Gerencia.....	39
2.4.2 Capacidad Acelerada	40
2.4.3 Ventajas del E.V.A.....	41
2.4.4 Limitaciones del E.V.A.....	41
2.4.5 Incertidumbre del valor	41
2.4.6 Resumiendo la idea del E.V.A.	42
2.4.7 La planificación estratégica y el E.V.A.....	42
2.4.8 El E.V.A.y el plan estratégico a largo plazo	43
2.4.9 Identificación y control de a los impulsores del E.V.A.	47
2.4.10 Tolerancia al riesgo del inversionista.....	47
2.4.11 Los accionistas no son los únicos beneficiados	47
2.4.12 Identificación, reacción y correcciones del valor.....	49
2.4.13 Mejorar la tasa de crecimientos de las ventas.....	50
2.4.14 Incrementar los márgenes de utilidad	51
2.4.15 Reducir los gastos.	52
2.4.16 Reducir los impuestos.	52
2.4.17 Incrementar la productividad.	53
2.4.18 Estrategias para reducir el activo	53
2.4.19 Construir un árbol de rentabilidad.....	55
2.4.20 Mejorar los costos y la cadena de valor.....	56
2.4.21 Identificar los factores en la creación de valor	57
2.4.22 Política óptima de los dividendos.	59
2.4.23 Políticas de dividendos y el valor de las acciones.	60
2.4.24 El de la gerencia.....	61
2.4.25 Expectativas del accionista.....	61
2.4.26 La fijación de incentivos con motivación al personal.	64
2.4.27 Fijación de los incentivos	64
2.4.28 Utilización del E.V.A. para fijar incentivos.	67

2.4.29	La administración en función del valor.....	70
2.4.30	El valor de la empresa y el E.V.A.	74
2.4.31	El precio de las acciones y la creación de valor.	77
2.4.32	La utilidad neta y la creación de valor.	77
2.4.33	Los dividendos y la creación de valor.	78
2.5	Definiciones operativas	78
2.5.1	Conceptos financieros	78
2.5.2	Suficiencia del flujo de caja	82
2.5.3	Tasa de retorno de accionistas.....	83
2.5.4	Rendimiento del negocio	83
2.5.5	Costo del capital	84
2.5.6	Costo de oportunidad	88
2.5.7	Apalancamiento y gerencia de valor.....	90
2.5.8	¿Qué son los swaps?	90
2.5.9	Accionista	94
2.5.10	Activo.....	94
2.5.11	Apalancamiento	94
2.5.12	Estado de situación financiera.....	94
2.5.13	Flujo de caja	94
2.5.14	Derivados	94
2.5.15	Estados financieros	95
2.5.16	Pasivos	95
2.5.17	Patrimonio	95
2.5.18	Costos estratégicos	95
2.5.19	Modelo CAPM	95

CAPITULO III

3.1	HIPÓTESIS GENERAL	98
3.2	HIPÓTESIS ESPECÍFICAS	
3.2.1	Hipótesis Específica 1	98
3.2.2	Hipótesis Específica 2	98
3.2.3	Hipótesis Específica 3	98
3.3	OPERACIONALIZACION	98

3.3.1 Hipótesis Específica 1	99
3.3.2 Hipótesis Específica 2	99
3.3.3 Hipótesis Específica 3	99
3.4 TIPO Y DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN.....	99
3.4.1 Generales	100
3.4.2 Específicas	100
3.5 UNIDAD DE ANÁLISIS	100
3.6 POBLACIÓN DE ESTUDIO.....	100
3.7 TAMAÑO DE LA MUESTRA	101
3.8 SELECCIÓN DE LA MUESTRA.....	101
3.9 TÉCNICA DE RECOLECCIÓN DE DATOS	
3.9.1. Tratamiento de datos	101
3.9.1.1 Fichas.....	101
3.9.1.2 Encuestas	101
3.9.1.3 Utilización de técnicas	102
CAPITULO IV	
RESULTADOS Y DISCUSIÓN	
4.1 Análisis, interp. y discusión de resultados	103
4.1.1 Información General de la empresa Chupetes S.A.	104
4.1.2 Prueba de Hipótesis.	107
4.2 Analizar las limitaciones al aplicar los ratios financieros tradicionales de rentabilidad de los estados financieros.....	108
4.2.1 Indicad. Financ. Tradicionales de Chupetes S.A.	110
4.2.2 El EVA (Valor Económico Agregado)	111
Prueba de hipótesis.	114
4.3 Calcular el costo promedio del capital del accionista de la empresa Chupetes para el periodo 2011	115
4.3.1 Calculo del EVA de la empresa Chupetes S.A.....	116
4.3.1.1 Comparar el EVA de la empresa Chupetes S.A. correspondiente al periodo 2009 – 2011 para comparar con el indicador tradicional de rendimiento del negocio.	124
Prueba de hipótesis	125
4.4. Calcular el EVA para medir su incidencia sobre ese indicador cuando	

varían las tasas de interés por deuda y se pague incentivos al personal que haya creado valor	126
4.4.1 Ajustar la Utilidad Antes de intereses y Después de Impuestos ante una fluctuación de las tasas de interés.	126
4.4.2 La empresa Chupetes S.A. ha celebrado sus contratos de arrendamiento financiero con tasas de interés variables	127
4.4.3 Calcular la participación porcentual del pago de la bonificación o incentivo al personal de la empresa Chupetes S.A.....	128
4.4.3.1 Describir la forma de pago de dicho incentivo	128
4.4.3.2 Definir una propuesta donde dicho incentivo se pague sobre el valor creado, no sujeto a límites del sueldo de cada trabajador	129
Prueba de hipótesis	129
4.5 DISCUSIÓN DE RESULTADOS	130
CONCLUSIONES	132
RECOMENDACIONES.....	135
FUENTES BIBLIOGRÁFICAS	136

ÍNDICE DE CUADROS

ÍNDICE DE ANEXOS

• 01 Matriz de consistencia.....	138
• 02 Modelo del Estado de resultados	140
• 03 Modelo del beneficio de operaciones	140
• 04 Análisis de los componentes del capital empleado	141
• 05 Fórmula del costo promedio del capital.....	141
• 06 Fórmula del valor de mercado agregado.....	141
• 07 Ratios financieros -Benchmarking	149
• 08 Información financiera Chupetes SAC	150
• 09 Información financiera Chupetes SAC.....	151
• 10 Inversiones 2011 Chupetes SAC	153
• 11 Procesos de Gestión de Valor.....	154
• 12 Árbol de rentabilidad	155
• 13 Gestión estratégica de costos	156

ÍNDICE DE GRÁFICOS

• 01 Expectativas creación y/o destrucción del valor	142
• 02 Creación de valor	142
• 03 Flujo efectivo de operaciones.....	143
• 04 Reglas básicas de financiamiento.....	143
• 05 Herramientas para análisis financiero	144
• 06 Utilización de activos	144
• 07 Procesos para la administración de valor.....	145
• 08 Impulsores de valor	145
• 09 Desviaciones de valor	146
• 10 Gestión estratégica de costos	146
• 11 Medición de temas financieros	147
• 12 Gestión de costos	148

DEDICATORIA

Este trabajo se lo dedico a mi esposa y a mis hijos que han sido los grandes impulsores para realizar este trabajo de investigación con su amor, cariño y mucha tolerancia que han sabido tenerme todos los días

AGRADECIMIENTO

*Le agradezco a Dios por todo su amor y ayuda
que siempre me brinda en el momento justo*

RESUMEN

El propósito de esta investigación es la medición del Valor Económico Agregado generado por la empresa Chupetes S.A. ,sin que se afecte dicho valor cuando se contraten préstamos con tasas variables

Se planteó como problema principal ¿En qué medida las fluctuaciones de las tasas de interés variables contraídas por deudas distorsionan el valor económico agregado?

La metodología empleada,se detalla a continuación :

Tratamiento de datos: son cuantitativos y cualitativos

Técnicas de Procesamiento de datos: Los datos obtenidos en el ámbito muestral son de acuerdo al método deductivo

Técnicas de Análisis de datos: No probabilística muestra intencional: Empresa Chupetes S.A., cuyo giro del negocio es fabricación y distribución de productos de chupetes

Técnica estadística aplicada = El de asociación y correlación se determinó un alto grado de correlación.

La prueba de hipótesis consiste en las fluctuaciones de las tasas de interés por deudas contraídas al no ajustarse en el indicador financiero E.V.A. originando una distorsión del valor generado afectando la riqueza creada por la empresa.

La empresa Chupetes S.A. ha tenido una afectación promedio de \$27,214 dólares en el valor generado por deudas con tasas variables y con una distorsión promedio en su performance de 15.52%

Otro hallazgo de la investigación es dar un incentivo al personal que generen valor a la empresa

Dentro de este trabajo tenemos como principal conclusión: El de tomar todos los recursos que se emplean para operar una empresa y todos ellos tienen un costo de financiamiento.

Se recomienda efectuar un ajuste a la utilidad antes de intereses y después de impuestos cuando la tasa de interés varíe, por no tener relación con un aumento y/o disminución de la gestión realizada por los impulsores del valor.

Finalmente recomendamos, que en los reportes financieros tradicionales se incorpore al E.V.A. corregido por las fluctuaciones de las tasas de interés

ABSTRACT

The purpose of this research is the measuring of economic value added generated for the company Chupetes S.A. without affecting value generated when contracted loans with variable rates.

Main problem arises as to ¿What extent do fluctuations in variable interest rates for debt contracted distort the economic value added?

Detailed below is the methodology employed for this investigation:

Data treatment: are both quantitative and qualitative

Data processing techniques: the data obtained in the samples is processed according to the deductive method.

Data analyses techniques: sample= not probabilistic, intentional sample: Empresa Chupetes S.A., whose line of business is the fabrication and distribution of confectionery products.

Statistical technique applied: association and correlation determined a high level of correlation.

The hypothesis test consists on the interest rate fluctuations due to not adjusting the contracted debt to the financial indicator E.V.A., originating a distortion in the value generated by the Company.

To the period 2012, the Company Empresa Chupetes S.A. has had a distortion of 27,214 USD, in the economic value added for debt with interest rate fluctuates

Another finding of research is to give productive personnel a monetary incentive based on their performance.

The main conclusion of this research is to take into consideration every resource employed in operating the Company since they all have a cost of financing .

In the present investigation this distortion is corrected, and it is recommended to make an adjustment to the profit before interests and after taxes when the interest rate fluctuates, given that this action does not have a relation with an increase and/or decrease of the actual value drivers.

Finally, we recommend that the E.V.A. adjusted by interest rate fluctuations should be incorporated to the traditional financial indicators.

INTRODUCCIÓN

El Valor Económico Agregado (E.V.A) tiene como significado que el beneficio neto está dado por todos los ingresos generados menos costo de los recursos utilizados, por eso se dice que el Valor Económico Agregado (E.V.A) es la ganancia que genera el negocio después de ajustar las utilidades por el costo del capital invertido.

Si el Valor Económico Agregado es positivo significa que el negocio ha sobrepasado las expectativas de ganancia de los inversionistas. El concepto importante detrás del desarrollo del Valor Económico Agregado esta en reconocer que el dinero invertido en un negocio tiene un costo y que este debe ser cubierto.

El Valor económico Agregado es definido como el importe que queda una vez que se han deducido de los ingresos la totalidad de los gastos, incluidos el costo de oportunidad del capital y los impuestos. Por tanto, dicho valor, considera la productividad de todos los factores utilizados para desarrollar la actividad empresarial.

El trabajo de investigación denominado "La performance del Valor Económico Agregado (E.V.A.) y su distorsión ante las fluctuaciones de las tasas de interés contraídas por deudas", tiene como objetivo permitir al autor optar el Grado Académico de MAGÍSTER EN CONTABILIDAD, teniendo como finalidad poner el trabajo al alcance de los profesionales contables, administradores, economistas, a los inversores de los Mercados de capitales, estudiantes contables pero, fundamentalmente a los analistas financieros, que a través de mi trabajo de investigación incorporen un indicador ya estudiado, existente, como el valor económico agregado (EVA), que se ve distorsionado, afectado, cuando las empresa dentro de su estructura de gastos financieros, han incurrido en costos por intereses con tasas variables, contraídas por financiamiento con terceros, donde se va castigar o bonificar al Indicador Valor Económico Agregado E.V.A. En forma indebida, porque el líder financiero involucrado en dichos procesos, no influye en forma significativa en dicha variable macroeconómica, es por ello que se recomienda, que ante tal situación se ajuste el Valor Económico Agregado E.V.A., para mejorar la lectura financiera en los reportes emitidos,

ayudando a interpretar en mejor forma una rentabilidad de Las empresas del sector de alimentos y confitería, que en nuestro estudio es: la Empresa Chupetes S.A. que le permita medir el desempeño de dicha empresa, donde se incluyan el costo del capital por los recursos entregados por parte de los accionistas, que al ser cubiertas dichas expectativas se crea valor, indicador fundamental para el desarrollo y crecimiento de toda empresa, estableciendo políticas de incentivos de sueldos para los líderes de dichos procesos conjuntamente con su personal involucrado en dicha meta.

La idea es Fortalecer el ratio financiero, porque se tiene la idea equivocada de algunos accionistas, funcionarios, gerentes, que el valor de las acciones va aumentar simplemente por el hecho de que dicha medición sea un indicador único. No existe evidencia alguna que respalde la afirmación de que un indicador único de desempeño significará un mayor valor creado para la empresa.

El objetivo económico de toda empresa es la creación de valor económico para sus propietarios. Los ingresos, la participación de mercado o las utilidades no son la razón por la cual los inversionistas arriesgan su capital.

Un riesgo va bien en la medida en que el flujo de efectivo generado después de impuesto alcance por los menos, para cubrir todos los costos, incluyendo el costo del dinero invertido en el negocio. El Valor Económico agregado E.V.A es un indicador que mide dicha performance.

El riesgo total que enfrenta un inversionista, es la potencial desviación que pueden presentar la rentabilidad futura con la relación a la rentabilidad esperada (lo que llaman Volatilidad y/o Fluctuación de la Inversión).

La única inversión que por convención se considera sin riesgo es la inversión en bonos del tesoro americano, cuya rentabilidad es la tasa de rentabilidad mínima que actúa como costo de oportunidad básico en los mercados de capital.

No es suficiente la existencia de las utilidades para afirmar que una empresa

está creando valor económico para el accionista. La utilidad neta señala parcialmente la eficacia de la empresa. Se hace necesaria una nueva medida de performance que vincule los requerimientos de los inversionistas con los sistemas de gestión y control de la empresa y que permita evaluar la contribución que tienen los distintos negocios o estrategias de la empresa.

En general podemos decir que se ha creado valor económico cuando:

- a) El rendimiento de una empresa o proyecto es superior a la tasa de rentabilidad mínima que le exigen los inversionistas por la toma de dicho riesgo implícito que exhibe
- b) Cuando se invierte en proyectos o empresas que tienen una VAN positivo. Si la rentabilidad lograda sobre el capital empleada es inferior a su costo que incluye la deuda y el costo de oportunidad del patrimonio, la empresa destruye valor.

Podemos hablar de Creación de Valor cuando el beneficio económico es positivo. Si esto ocurre en dos ejercicios consecutivos en forma creciente estaríamos generando Valor Económico Agregado

Los capítulos desarrollados en la presente investigación se alinean a los objetivos centrales e hipótesis de la presente investigación; por ello en :

El primer capítulo; como señala la norma académica se detalla la metodología del trabajo de investigación resaltando los objetivos e hipótesis .

En el segundo capítulo; se hace una explicación sobre el rol que tiene los indicadores financieros tradicionales como expectativa que tiene el accionista relacionándolo con la estructura de financiamiento de la empresa Chupetes SAC y su respectivo costo del capital, donde se incorpora el indicador financiero E.V.A. como medida de valor

Explicando

CAPITULO I:

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.1 Situación Problemática

Los ratios financieros de medición de valor no son lo suficientemente apropiados para medir la rentabilidad del capital debido a que sólo son cocientes entre diferentes cuentas que en ningún momento toman en consideración , por ejemplo el concepto de costo de capital.

Algunas de las limitaciones que tienen los ratios financieros son:

- 1).-Grandes empresas tienen diversas líneas productivas que no necesariamente estará dentro de un sector económico por lo que es difícil encontrar un promedio para compararlas con otras empresas.
- 2).-La estacionalidad: muchas empresas tienen periodos en los cuales las ventas se incrementan (como el sector de la confitería: día del niño, Halloween, año escolar, etc.)
- 3).- Diferentes prácticas contables entre empresas dentro del rubro y por último, la dificultad de establecer un escenario estándar en la cual se pueda dar la certeza sí es que una empresa es buena a través de los ratios.

Al exponer y/o analizar las limitaciones de los indicadores financieros tradicionales o de desempeño, nos permitirá observar una reducción potencial como instrumento de medición de la riqueza y/o valor creado

En resumen estos ratios tiene limitaciones como medio para la medición de la riqueza creada para el accionista, estos consideran variables decisivas como el costo del capital, el riesgo en el que opera la empresa y expectativas del futuro

El Valor Económico Agregado evalúa la empresa sin distorsiones contables, es decir libre de aplicación de normativa contable permisibles por lo establecido en las normativas contables.

El Valor Económico Agregado determina la generación del valor del capital invertido en un determinado periodo.

Se debe tener presente que la diferencia del (ROI-CPPC) es un valor determinante para que una empresa genere valor, de lo que se desprende la siguiente regla de decisión:

El Valor Económico Agregado en la búsqueda de mejorar y/o mantener el valor de la empresa hace que la organización en general centren en conjunto que la realización sus actividades se realicen de forma eficiente y económica. En esta búsqueda se debe establecer planeamiento, los métodos de evaluación y ante todo determinar recompensas para generar el compromiso con el personal es decir se debe implementar la gerencia basada en el valor.

Comparación Resultado

ROI > CPPC Genera valor

ROI = CPPC No crea ni destruye valor

ROI < CPPC Destruye valor

El Valor Económico Agregado en la búsqueda de mejorar y/o mantener el valor de la empresa hace que la organización en general centren en conjunto

que la realización sus actividades se realicen de forma eficiente y económica. En esta búsqueda se debe establecer planeamiento, los métodos de evaluación y ante todo determinar recompensas para generar el compromiso con el personal es decir se debe implementar la gerencia basada en el valor.

El riesgo de la tasa de interés es una de las modalidades del llamado riesgo de mercado. Se le llama así, porque es el riesgo que se corre en razón de las variaciones de las tasas de interés. Está mucho más presente de lo que se suele creer.

Las fuentes de riesgo de las tasas de interés

Una organización empresarial u otra, o una persona ,está expuesta al riesgo cambiario de tasa de interés esencialmente de las manera siguiente :

Por el sólo hecho de haber tomado deuda con tasa variable, cualquiera que sea la tasa de referencia utilizada (por ejemplo el famoso LIBOR),sobre la cual se aplica un margen ; esa tasa de referencia puede aumentar los intereses a pagar. Muchas veces la tasa variable está expresada de manera explícita pero también puede estarlo de manera menos directa en muchos préstamos, a través de una cláusula del contrato, que permite al banco aumentarla tasa de interés inicial- lo que suele hacer cuando los intereses que el mismo pagan “aumentan”, todos hemos oído hablar de situaciones en que aumentaron brutalmente los intereses de los créditos hipotecarios por ejemplo, en Inglaterra (uno de sus problemas en 1,992) o en los EEUU (uno de los factores que más afectó a los créditos “subprime”).

A una empresa, el alza de las tasas de intereses puede hacerle el pago de su deuda insostenible, es un riesgo que pone muy atemorizante y/o incierto a los proyectos de inversión, y sobre todo a la generación de riqueza creada indicador medido a través del Valor Económico Agregado, donde durante varios años no se percibe ingresos y cuya construcción puede demorar, y lo mismo pasa con la deuda de los países (deuda soberana).

Como vemos, en este tipo de riesgo, como en el cambiario, uno puede estar "descalzado". Es muy frecuente para las entidades financieras, que muchas veces prestan en promedio a plazos más largos que los de sus deudas y depósitos para tener mejores márgenes. Pero también les puede pasar a empresas y personas, que tienen a la vez deudas y depósitos; el riesgo se presenta muchas veces tanto por el activo como por el pasivo, no siempre de manera pura en un solo sentido.

Gestionar el riesgo de tasa de interés

Se puede estar tentado de decir que lo más simple es evitarlo: mejor endeudarse en tasa fija únicamente, así uno conoce bien, por adelantado, sus gastos por concepto de intereses. O esforzarse en tener depósitos que rindan una tasa fija por el mayor plazo posible (además esos depósitos rinden más), pero la realidad no es tan simple:

- Decidir endeudarse a una tasa fija cuando las tasas están a un nivel relativamente elevado no es una decisión fácil; a veces se teme no poder aprovechar los momentos de baja de las tasas y cuando llega ese momento se teme deshacer una operación con cierto grado de certidumbre frente al riesgo de que dicha baja sea efímera.
- En general, lo que está disponible y a menor costo es el préstamo a tasa variable; asegurar una tasa fija suele tener un costo elevado, aún más para mediano y largo plazo
- Las tasas fijas para depósitos relativamente largos contienen a menudo la posibilidad para el banco de poder variarlas (es decir bajarlas) si las condiciones del mercado cambian.

Por ello es que se han desarrollado técnicas de gestión del riesgo de tasa de interés, manejadas por los gerentes financieros. En una empresa del sector real, de lo que se tratará es de tener un buen "mix" de tasas fijas y variables en su deuda, en función por ejemplo de lo que se está financiando: para una inversión fuerte para la cual se desea tener un mayor grado de certidumbre en cuanto a la tasa de retorno, puede ser recomendable recurrir a una tasa fija, aunque sea relativamente costosa. Además, en la práctica el mix de

tasas no se hará de forma aislada sino combinándolo con el mix de monedas. Esas decisiones se toman muchas veces utilizando técnicas de medición del riesgo de tasa de interés, mayormente en base a información histórica sobre la evolución de las tasas de interés (si el cálculo arroja un riesgo relativamente bajo de variabilidad de tasas, se tenderá a preferir la tasa variable). Las empresas del sector financiero en general tratan de hacer que la estructura de tasas de su "fondeo" no se aleje demasiado de la que tienen para los préstamos para evitar reducciones brutales en sus márgenes, una de sus técnicas siendo las cláusulas de variación "si las condiciones de mercado" cambian (lo que no siempre se puede obtener); pero siempre es tentador buscar "fondeos" en tasas variables más bajas.

Y entre esas técnicas, están los derivados de tasa de interés, que permiten protegerse contra fluctuaciones futuras de la tasa de interés. En general se buscará entonces pasar de una tasa variable a una tasa fija (aunque algunos busquen lo contrario, sobre todo las entidades financieras). Estos productos, que son normalmente una herramienta esencial de una buena gestión del riesgo de tasa de interés, son, como los derivados cambiarios, aún relativamente poco usados por nuestras empresas.

Existe una gran variedad de derivados, muchos de ellos llamados "exóticos" por su grado de complejidad.

El más simple es un "interest rate swap" (que es un intercambio de flujos de intereses) para pagar un préstamo como si fuera en tasa fija, lo que supone que la contraparte tenga un interés en pasarse a tasa variable. A veces se hace ese cambio no sólo en la misma moneda, sino pasando igualmente a otra moneda, lo que se llama un "cross-currency interest rate swap", que puede permitir beneficiarse de una tasa fija más barata aún, pero en general habrá un costo implícito mayor, pues en todas esas operaciones los bancos se toman un margen.

A veces se usarán técnicas de topes hacia arriba o hacia abajo ("caps" y "floors"), o bandas de variación máxima ("collars"), que al comienzo podían considerarse como "exóticos" pero ya no.

Cómo no gestionar el riesgo de tasa de interés

Gestionar este riesgo no es fácil, y más vale no caer en la tentación de empeorar la propia exposición al riesgo de tasa de interés, lo que desgraciadamente muchos hacen apostando a los movimientos de tasas de interés con la esperanza de tener ganancias, es decir especulando. Ejemplos:

Cuando las tasas están bajas, tomar sistemáticamente deuda a tasas variables más baratas, incluso para operaciones que no son de corto plazo, apostando a que las tasas seguirán estando bajas; en muchas crisis financieras se ha visto ese tipo de apuestas costarle muy caro a países, a empresas o a las personas; crearse uno mismo un riesgo previsible de aumento de intereses a pagar, por anticipaciones especulativas: la crisis del 2007/2009 en los EE.UU reveló la fuerte presencia en el mercado de créditos hipotecarios con tasa reajutable (los famosos ARM-adjustable rate mortgages), donde se pagaba poco interés al comienzo y se aceptaba pagar tasas más altas después, apostando a que de todas maneras el bien financiado podría venderse más caro; como los bancos hacían la misma apuesta (que les hacía pensar que eso era poco arriesgado en términos de riesgo de crédito), tanto ellos como los prestatarios cayeron en esa notable imprudencia; aunque cabe mencionar que muchos deudores, poco informados, no se daban realmente cuenta del riesgo que corrían . especular con los derivados, haciendo lo contrario de lo que se debería hacer (pasando a variable cuando sería poco aconsejable, jugar con los "caps" y "floors"), lo que se llama tomar un "wrong-way risk", es decir un riesgo en el sentido equivocado. Es algo más frecuente de lo que se imagina; se ve a empresas del sector real o pequeñas entidades financieras caer en esa tentación, siendo un tipo de actividad más propio de una entidad financiera grande, que tiene de todas maneras que administrar posiciones globales más complejas (donde es más difícil hablar de especulación, salvo que estén apostando excesivamente "en el mismo sentido", lo que les crea sobre-exposiciones). Esas apuestas pueden terminar muy mal, y cada vez que sucede, algo notorio es que el riesgo de tasa de interés es totalmente subestimado, a

pesar de lo que la historia ha mostrado con creces. Ver por ejemplo el "post" anterior sobre el libro de Karin Lissakers; visiblemente lo que les pasó a los países latinoamericanos fue una lección bastante olvidada, a pesar del mayor conocimiento posterior de los interest rate swaps.

La viabilidad del presente trabajo de investigación a llevarse cabo, es posible al acceso directo que se tiene a la información financiera y/o contable, dado el cargo que desempeñaba como Contador General; por otro lado se cuenta con los recursos económicos para sufragar los gastos a incurrirse según se detalla en el presupuesto.

1.2 Formulación del problema de investigación

Ante la insuficiencia y limitaciones de los indicadores tradicionales de rentabilidad, se hace necesario en aplicar el indicador financiero Valor Económico agregado EVA para incorporarlo como una medida de evaluar en mejor forma la gestión de las empresas mencionadas, supervisando a los agentes que aumentan y/o reducen la riqueza, o valor generado, donde dicho indicador se ve distorsionado cuando fluctúa la tasa de interés afectando la Utilidad Antes de Intereses y Después de Impuestos, donde dicho resultado **"afecta directamente" en la riqueza creada o destruida.**

Por tal razón, teniendo como base lo expuesto se planteó el siguiente problema de investigación.

¿En qué medida las fluctuaciones de las tasas de interés variables contraídas por deudas distorsionaron el Valor Económico Agregado en las medianas empresas productoras y comercializadoras de golosinas durante los años 2,010 y 2,011?

1.2.1 Problemas específicos

a).- ¿En qué medida es suficiente ponderar la rentabilidad de la empresa aplicando los ratios tradicionales ?

b).- ¿En qué medida el costo de capital de los accionistas se ve reflejada en la rentabilidad contable en las medianas empresas productoras y comercializadoras de golosinas?

c).- ¿Cómo afectan las tasas de interés variables por operaciones deudas al indicador financiero Valor Económico Agregado?

1.3 Justificación de la Investigación

1.3.1 Justificación Teórica

a)- No existen investigaciones orientadas a fortalecer el indicador financiero de rentabilidad incorporando al Valor Económico agregado E.V.A. dentro de los reportes financieros, ajustándolo al distorsionarse por efectos en los cambios de sus tasas de interés, contraídas por deudas, por lo tanto, se justifica una investigación de esta naturaleza al realizar para optimizar su performance al realizar su lectura financiera a los estados financieros emitidos por los Contadores Públicos Colegiados.

b)- Los resultados obtenidos de la ejecución del presente proyecto de investigación permitirá contrarrestar la **vulnerabilidad e insuficiencia del ratio tradicional de rentabilidad** al ser incorporado y ajustando el Valor Económico agregado E.V.A. por la variación de la tasa, permitiendo alentar una política de dividendos con un crecimiento consistente de valor para las empresas de alimentos y confiterías

c)- Su justificación también radica el de recomendar que **el método de calcular el Valor Económico agregado EVA ante fluctuaciones en las tasas de interés se ajuste la U.A.I.D.I.** para así tener un mejor conocimiento de su valor generado y no lo distorsione, ayudando a los responsables de medir adecuadamente a los impulsores de valor al momento de asignar los recursos a las diferentes divisiones de las empresas de confiterías.

Las fuentes bibliográficas existentes, analizan los ratios financieros sin considerar los costos asignados por los accionistas, no midiendo en forma

adecuada la riqueza creada o destruida, sí fuera el caso, por las empresas del sector de alimentos y de confitería.

1.3.2 Justificación Práctica

a)-Los resultados de esta investigación, permitirá enriquecer al área financiera del sector de consumo masivo, proporcionando una mejor técnica de evaluar la rentabilidad de la empresas, preocupándose por el crecimiento constante y consistente para empresas similares a la de Chupetes S.A., para así presentar, en mejor forma la situación financiera y económica de las operaciones de los distintos negocios llevado a cabo, teniendo como horizonte un crecimiento sostenido en sus procesos dando valor al negocio.

b) Su importancia reside, en que permitirá analizar y desarrollar información, sobre el tratamiento financiero de la rentabilidad respecto a la observancia que se debe de mantener cuando el Valor Económico agregado EVA se ve afectado ante las variaciones de la tasa de interés de empresas similares que tienen compromisos de deuda.

c)-Los resultados obtenidos de la ejecución del presente proyecto de investigación, servirán a los analistas financieros, contadores públicos colegiados, inversionistas de mercados de capitales, bancos, estudiantes de contabilidad, economistas y a otras personas interesadas en el tema, quienes tendrán una mejor interpretación técnica y científica, cuya aplicación fortalecerá la transparencia y la lectura de la información.

1.4 Objetivos

1.4.1 General

Determinar en qué medida las tasas de interés variables distorsionan el indicador financiero Valor Económico Agregado de las medianas empresas productoras y comercializadoras de golosinas

1.4.2 Específicos

- a)- Analizar las limitaciones al aplicar los ratios financieros tradicionales de rentabilidad en los estados financieros.
- b)- Calcular el costo de capital del accionista como componente del indicador financiero Valor Económico Agregado.
- c)- Medir el impacto de las fluctuaciones de las tasas de interés en el indicador financiero Valor Económico Agregado.

CAPITULO II

MARCO TEÓRICO

2.1 Marco Filosófico de la investigación

Los grandes cambios en la manera de hacer negocios hoy en día, debido en gran parte al hecho de contar con una clientela más informada y muy exigente, hacen que las empresas de los numerosos sectores en el ámbito mundial no solo se vean empujadas a cambiar, sino que también deban ajustarse a factores como la liberalización y la globalización de los negocios, así como las implicaciones que ambos procesos tienen en las tecnologías y que, entre otras cosas, las llevan a una constante innovación tecnológica.

La necesidad de ser eficientes y eficaces en estos tiempos, para poder ser siempre atractivos a los inversores y generar en ellos la confianza necesaria para que inviertan sus recursos en una actividad que genere dividendos competitivos en relación con los diferentes sectores de hacer negocio, ha obligado a los administradores a implantar nuevos parámetros para medir el Valor del Negocio.

El inicio del siglo XXI ha estado marcado por la necesidad de rediseñar la manera de valorar las diferentes formas y métodos para generar más valor al negocio, sea éste de agroindustria, minería, textiles, telecomunicaciones, banca, seguros, electrónica, industria automotriz, aeronáutica, diseños de procesadores para computadoras, software, medicina, servicios públicos (estatales), o servicio de información, entre otros.

Para generar mayor valor al negocio, se recurre a diferentes técnicas métricas que permiten cuantificarlo, entre ellas, la creación de Valor para el accionista, así como el Valor del conocimiento, Valor del cliente, Valor del proveedor, Valor del recurso humano, Valor de las Tecnologías, Información y Comunicación (TIC), Valor al medio ambiente; Valor a la comunidad.

Adicionalmente, se presta una mayor importancia a los activos intangibles, los cuales generan un mayor Valor del Negocio; de ahí la importancia de otorgar especial atención al Valor de la marca, las patentes y los derechos de autor, entre otros.

En el Valor del Negocio se pone especial atención a los activos tangibles, los cuales no son generadores bondadosos en la creación del valor, sino que, más bien, en muchas ocasiones lo destruyen; por eso se mantienen los activos en un nivel mínimo o apenas suficiente para cubrir solamente una instalación de producción, o bien, se opta por operar con el mínimo de activos, de manera que los activos destructores de valor tiendan a cero.

Como se indicó anteriormente, en el actual contexto de globalización de las empresas, se tiene una exigente clientela cada vez más informada, educada y con un mayor acceso del conocimiento en el entorno. Esto ha hecho que para dar mayor Valor al Negocio, se recurra a aspectos como la innovación, la valorización de los empleados (generadores de riquezas y reservorios del conocimiento), la simplificación de las informaciones dentro y fuera de la empresa, y el desarrollo de encadenamientos fuertes, intensos y multiplicativos, que permitan mantener ventajas competitivas. El objetivo concreto de contar con los aspectos indicados, es que la empresa pueda, ante todo, ajustarse a las exigencias de estos tiempos, pero hacerlo creando valor.

Hoy, empresas como IBM, Kodak, Motorola, Xerox, Hewlett-Packard, GMC, Ford, Coca Cola, Microsoft, Intel, Telecom., JC Penny, AT&T, Quaker, Durman Esquivel; entre más de trescientas empresas de Europa, Asia, Norteamérica y Latinoamérica, echan mano de las diferentes métricas para

medir la creación o destrucción del valor; sin embargo, de todas esas métricas, la de mayor uso es el EVA: “Valor Económico Agregado”.

El concepto del EVA es una variación o modificación de lo que tradicionalmente se conocía como “Ingreso o beneficio residual”, es decir, el resultado que se obtenía al restar a la utilidad operacional los costos del capital. La idea del beneficio residual apareció a principios del siglo XX, en la literatura contable. Church lo introdujo en 1917 y luego, en 1924, Scovell citó el beneficio residual; ya para 1960 aparece dicho concepto y se contempla en la literatura de la contabilidad gerencial. Diez años más tarde, para la década de los 70, los académicos finlandeses discuten sobre dicho tema y en 1975 Virtanen lo define como un retorno sobre inversión, para la toma de decisiones gerenciales.

En 1989, la firma consultora Stern Stewart & Co., radicada en Nueva York, Estados Unidos de América, reintrodujo y registró como marca a su nombre el EVA.

Para crear y cuantificar el Valor del Negocio hay varias métricas, pero, como se indicó antes, las más utilizadas son: el “EVA” o Valor Económico Agregado, el “VMA” o Valor de Mercado Agregado, el flujo de caja descontado, entre otros.

En el análisis de los activos, los activos intangibles son los que más aportan a la creación de ganancias en el Valor del Negocio, entre ellos sobresalen las patentes, los derechos de autor, las marcas, el capital intelectual (Gestión del Conocimiento), las Tecnologías de Información y Comunicación (TICs).

Esta investigación pretende contribuir al uso de modelos para cuantificar la creación o destrucción del valor, en las diferentes organizaciones

2.1.1 Antecedentes del estudio

Hay trabajos de investigación realizados en empresas, como el realizado:

A) Por Renzo Augusto Herrera Loayza en la ciudad de Arequipa cuyo título es “Aplicación del Valor Económico Agregado (E.V.A.) para evaluación de la gestión económica financiera de una empresa de jabones y lociones”

Se ha aplicado el modelo de Valor Económico Agregado (EVA) como herramienta de evaluación de la gestión económico financiera de una empresa dedicada a la fabricación de jabones y lociones en la ciudad de Arequipa, por lo ejercicios de 1 999 al 2 003,

Establece las diferencias que generan la aplicación de sistemas de análisis basado en el Valor Económico Agregado (EVA), respecto a los métodos basados en la rentabilidad de la empresa, por los años 1 999 al 2 003; así mismo nuestro propósito con el desarrollo de la investigación “ **dice el autor**” fue probar la hipótesis referida a la aplicación del modelo de valor económico agregado (EVA) permitiría una mejor apreciación y evaluación de la gestión económica financiera; que los obtenidos mediante indicadores de rentabilidad tradicionales como el de rentabilidad de activos (ROA), rentabilidad sobre capitales (ROE), rentabilidad sobre inversiones (ROI), utilidad neta (UN), utilidad por acción (UPA), beneficios económicos (BE), Flujo de caja por acción (FCPA).

B) Yised Guzmán Ortegón Renzo y Daniela Salazar Flores han realizado el trabajo de investigación titulado “ Estimación del Valor Económico Agregado para el sector industrial caldense entre los años 2005-2010” para optar el grado de maestría en Finanzas en la Universidad Pontificia Católica de Manizales de la ciudad de Colombia .terminada en el mes Agosto del 2012.

En el presente trabajo se lleva a cabo el cálculo del Valor Económico Agregado (EVA) del sector industrial caldense, en el periodo comprendido entre 2005-2010. De acuerdo con la información reportada en la Superintendencia de Sociedades, se escogieron las 37 empresas como la muestra para el análisis del indicador, debido a la disponibilidad de la información.

Estas empresas se clasificaron por subsectores. Se calculó el EVA y las utilidades para cada subsector y cada empresa y se analizó el comportamiento en la línea temporal. Los resultados indicaron que todos los subsectores fueron golpeados por crisis internacionales, pero que la adaptabilidad en sus políticas les permitió a algunos sobrellevar la crisis. Los resultados permitieron recomendar acciones de mejora para cada subsector.

C) En la Universidad Autónoma del Perú se ha desarrollado un "Modelo para generar Valor Económico Agregado para las empresas Pymes"

En este trabajo se propone un modelo orientado a mejorar la rentabilidad económica para PyMES. En esta investigación se ha considerado las decisiones financieras que los dueños y/o administradores toman y las estrategias del modelo del Valor Económico Agregado (EVA) utilizadas en la empresa. Los resultados obtenidos mediante correlación canónica permitieron identificar las estrategias significativas del modelo: reducir tiempos muertos y costos de consumo de materia prima, mejorar la satisfacción del cliente, conocer su mercado y sus tendencias, mantenimiento que utiliza la empresa, identificar problemas de cobranza, eliminar errores de precios y pedidos, favorecer a los clientes con convenios de financiamiento, reducir sus inventarios, mejorar la coordinación de los proveedores, vender activos ociosos, obsoletos y redistribuir los recursos y reconstruir en lugar de reemplazar.

Lo que plantean los profesionales Milka Elena Escalera Chávez y Gregorio Herrera Santiago, es que el análisis empírico aportó evidencias para probar que desde la perspectiva del dueño y/o administrador, las decisiones financieras son determinantes para crear o destruir valor para las empresas.

Sí bien se ha cuestionado que por sus características propias, las Pymes no pueden medir el valor económico agregado, sí es factible que se pueda investigar el desarrollo y evaluación de estrategias que promuevan el valor y le permitan ser competitiva. En esta investigación, se parte de que es necesario primero investigar si la empresa genera estrategias medibles que

impulsen valor, basados en un indicador adoptado para crear valor económico para la empresa

El modelo presentado en este trabajo sugiere una estrecha relación entre las decisiones de inversión, operación, financiamiento y las estrategias que generan valor económico en las Pymes.

Primero, es importante notar que el empresario de las Pymes percibe actividades importantes para la creación de valor económico.

Segundo, las estrategias aplicadas tienen relación con decisiones financieras que el empresario realice porque de la orientación de los recursos, dependen las estrategias aplicadas

D) Existe una investigación sumamente interesante realizada en Brasil por la Universidad de Río de Janeiro por el profesional Rodrigo Costa Lima e Silva de la facultad de IBMEC-Río Janeiro que tiene como título “El EVA y el retorno de la acción-aplicación al caso Petrobras “

Shiely y Stern (2001) señalan la existencia de dos grandes problemas en los sistemas de gerenciamiento económico-financieros actuales: (1) la diferencia entre los intereses de los accionistas y de los gerentes corporativos y (2) la evaluación de la creación de valor corporativo a través de medidas contables tradicionales. El EVA® surge en este contexto, con el objetivo de aproximar los intereses de los accionistas y gerentes ejecutivos y medir de una forma más objetiva la real creación de valor de la empresa. Una breve definición del EVA es el lucro que queda después de deducir el costo del capital empleado para generar ese lucro. El objetivo principal del trabajo es evaluar la relación entre la variación del precio de la acción de la Petrobras y el EVA.

Asumiendo la hipótesis de la eficiencia del mercado, las variaciones en los precios de las acciones están directamente relacionadas con el proceso de creación de valor demostrado en el valor presente líquido de la compañía, que a su vez, guarda una relación directa con el EVA®. El presente estudio representa una gran relevancia para la Petrobras, al abordar la importancia de la mantención de la estrategia enfocada hacia la rentabilidad y generación de valor. Los resultados del presente estudio demuestran que los

EVA's futuros conseguirán explicar gran parte de las variaciones ocurridas en el precio de la acción de la Petrobras.

El presente estudio buscó describir y analizar el EVA como una herramienta de gestión cuyo foco principal es la generación de valor para el accionista. La principal pregunta de la investigación: ¿El retorno de la acción de la Petrobrás tiene una correlación con el proceso de generación de valor propuesto por el EVA? Es respondida con la afirmación de Ehrbar (1999) de que regir la organización objetivando alcanzar EVA's futuros más elevados, equivale a garantizar un valor de mercado adicionado (MVA) más elevado y por consecuencia retornos de la acción más elevados. Los resultados de los tests estadísticos comprobaron esta relación y detectaron que el MVA posee una fuerte correlación con los retornos de las acciones de la Petrobras explicando cerca de 50% de las variaciones ocurridas en el período. Conforme demostrado en la investigación, el MVA es igual a los EVA's futuros descontados para el valor presente, pronto los EVA's futuros explican cerca de 50% de las variaciones ocurridas en el período. Los resultados encontrados están en línea con los estudios desarrollados por Grant(1996), el cual encontró que 32% de la variación del MVA es explicada por el EVA®, y que la variación del MVA explica 83% del proceso de creación de riqueza de las 50 mayores empresas americanas en el año 1993. De acuerdo con los estudios desarrollados por Stewart, Ellis y Budington (2002), se cree que cuando la Petrobras adopte oficialmente el EVA como herramienta de gestión y pieza llave para la toma de decisiones, implementando un plan de incentivo vinculado al EVA, los resultados de la correlación entre el retorno de la acción y el EVA sean más elevados.

Teniendo en vista las conclusiones de este trabajo, se recomienda la aplicación de esta investigación en empresas que adoptaron de forma oficial el EVA como herramienta de gestión, evaluando el retorno de las acciones en el período anterior y posterior a la implementación

E) En la Universidad ICESI de la cuido de Cali-Colombia presentado en Agosto del 2010 presentado por Jose Fernando Rodriguez Ocampo para

optar el grado de Magister en Finanzas, sustentó su trabajo de investigación denominado “ Analisis de la relación valor de mercado de las empresas del sector real Colombiano y el EVA “

Este trabajo analiza la relación que existe entre el indicador EVA y el valor de mercado de empresas del sector real que cotizan en bolsa en Colombia en el periodo 2003-2008. También para efectos comparativos se analiza la relación con respecto a otros indicadores contables como el NOPAT, ROA y ROE. Para ello, se desarrolla un estudio basado en regresiones de paneles no balanceados para las diferentes empresas. Los resultados señalan que para la muestra estudiada existe una relación directamente proporcional del EVA y el NOPAT, siendo mayor la relación del EVA cuando se hace una diferenciación entre EVA positivos y EVA negativos. Esto significa que el uso del EVA es una medida que está relacionada con el valor de mercado de las empresas a diferencia de otros indicadores tradicionales como el ROA y el ROE que no mostraron ninguna relación.

Un hallazgo importante es que el valor de mercado de las empresas no está relacionado con el nivel de ventas ni con la participación de los activos fijos netos en el valor total de los activo

Las empresas que entienden la necesidad de crear valor su desafío, está en cómo medirlo Para las empresas comerciales, el valor ha sido tradicionalmente determinado por los indicadores y/o ratios financieros, como la utilidad, precio sobre las acciones, flujos de cajas y rentabilidad del patrimonio.

2.2 Principios en la Selección de Ratios

2.2.1 ¿Por qué usar ratios?

La mayoría de los directivos están acostumbrados a estudiar cifras, pero éstas suelen ser absolutas: Kilogramos, números de personas, toneladas, horas, etc. Así que, ¿para qué estudiar los ratios? La respuesta es que

ninguna cifra tiene sentido considerarla aisladamente. Para dotarla de significado, tanto en la vida privada como en la profesional, hay que compararla, conscientemente o inconscientemente, con otra. El ratio expresa sencillamente el resultado de la comparación entre dos cifras.

No tiene mucho sentido, por ejemplo, analizar aisladamente una partida de gastos. Lo importante es conocer por qué se hace el gasto, qué beneficio se espera sacar de él y si ese beneficio puede medirse o cuantificarse.

2.2.2 ¿Cómo seleccionar los ratios?

Antes de seleccionar los ratios de la empresa, hay que definir su objetivo u objetivos. Sólo sabiendo el destino, puede determinarse cuánto camino se ha recorrido ya. Si una empresa tiene varios objetivos, éstos deben clasificarse según algún orden de prioridad o importancia relativa. Así, si existe algún conflicto entre dos de ellos, se sabe cuál debe sacrificarse a favor del otro. Sin embargo, es necesario darse cuenta de que esta jerarquía no es inmutable. El orden relativo de importancia de los objetivos tiende a cambiar con el paso del tiempo. Cuando se ha conseguido uno, otros se tornan más importantes. Las prioridades también cambian en respuesta a los cambios en las presiones externas.

También de saberse cómo se ha distribuido dentro de la empresa el logro de estos objetivos, y cuáles se han asignado a cada una de las partes de aquélla. Cada parte de la empresa debe tener un objetivo claramente marcado, cuya definición deberá haberse elaborado de tal forma que pueda alcanzarse sin detrimento del logro del objetivo común. **Los diez principios básicos de selección de ratios:**

1. Sí es posible, debe asignarse a cada directivo un único ratio clave que indique de manera inequívoca el grado de éxito conseguido en su gestión
2. Los ratios deben estar lógicamente interrelacionados
3. Deben evitarse dividir partidas entre las que no existe un enlace lógico
4. A un directivo no deben asignársele ratios que no den lugar a ninguna

actuación por su parte

5. El ratio debe medir un factor significativo y no trivial de la empresa
6. Deberá tenerse siempre en cuenta el ratio entre el costo de obtener la información y el posible beneficio que ésta reporta a la dirección
7. Debe mantenerse en el mínimo el número de ratios asignados a cada directivo
8. Es necesario aplicar distintos ratios a los distintos sectores, e incluso a las a distintas empresas del mismo sector si éstas operan de manera distinta
9. Dentro de la empresa, se necesitan distintos ratios para los distintos niveles de dirección
10. Los ratios específicos que necesita un directivo cambian según cambian sus problemas

Es decir, la selección de ratios es algo que debe hacerse para cada empresa y cada directivo, individualmente. No obstante, habrá notables similitudes en los resultados.

Lo anterior quiere decir también que, periódicamente (por ejemplo, una vez al año), cada directivo deberá revisar los ratios que recibe y eliminar sin miramientos aquellos que no le proporcionen la información que necesita para actuar. Existe una tendencia latente a que crezca la información que recibe cada directivo. La calidad de la información facilitada mejora considerablemente si, como ocurre con los rosales, se podan las ramas sobrantes.

Es importante que el ratio clave, o la manera de utilizarlo o de interpretarlo, **no dé lugar a que:**

- El deseo de conseguir un "buen" ratio inhiba actividades que redundarían en beneficio de la empresa
- Ese "buen" ratio se logre gracias a actividades que no redunden en beneficio de la empresa

Cualquier empresa, especialmente si tiene ánimo de lucro, trata de lograr **diversos objetivos de tipo económico, entre los que se destacan:**

a.- Elevar el valor de la empresa y, por lo tanto, el de las acciones que integran el capital social. De esta forma, la empresa puede convertirse en un generador de valor o riqueza para sus accionistas. De este objetivo se desprende la voluntad de obtener la máxima rentabilidad para los accionistas, puesto que es uno de los medios tradicionales para incrementar el valor. **Este objetivo incluye diversas actividades, tales como:**

- Obtener la máxima utilidad neta con un capital mínimo, aportado por los accionistas.
- Lograr el mínimo costo promedio de capital entendiendo que éste es consecuencia del costo financiero del endeudamiento y del costo del patrimonio

b.- Trabajar con el mínimo riesgo, o al menos con un nivel de riesgo aceptable, a fin de garantizar la supervivencia y la expansión equilibrada de la empresa. Para conseguirlo, **también hay que considerar diversos aspectos:**

- Conseguir una proporción equilibrada entre el capital aportado por los accionistas y el endeudamiento, a fin de disponer de una autonomía financiera adecuada.
- Lograr una proporción equilibrada entre deudas a corto plazo y deudas a largo plazo, a fin de no generar tensiones financieras a corto plazo

c- También es importante alcanzar una cobertura adecuada de los distintos riesgos financieros con los que la empresa debe convivir. Entre los **principales tipos de riesgos financieros están , por ejemplo:** el riesgo del tipo de cambio, de tasas de interés ,el riesgo de las fluctuaciones de activos financieros que se cotizan en los mercados bursátiles o el riesgo del incumplimiento de pago por el crédito otorgado .

En toda inversión y Financiamiento, cuando se analiza la gestión financiera es preciso observar el efecto de las variables financieras Monto y Tiempo. Los indicadores financieros como el de la liquidez, donde nos permiten conocer el monto mas no el plazo, sí yo tengo un indicador de \$1.36 u.s. me

indica que en el corto plazo cuento con dicho monto por cada \$1.00 de deuda .siempre y cuando todos mis activos sean líquidos, pero así lo sean, en qué plazo o tiempo?.

Lo mismo sucede en los indicadores de gestión del realizable pero en forma contraria, se conoce el plazo pero no el monto, si obtengo un ratio de 15 días de rotación de mis existencias, me indica cada cuanto tiempo debo de hacerme de stock necesario para no entrar en desabastecimientos ,y no poder atender pedidos y perder ventas, con la consecuencia de renunciar a la utilidad respectiva, pero del mismo modo así tuviera stock, este indicador de por sí no me da luces del monto ?. Es por ello, que los indicadores se complementan, para medir los riesgos de atender deudas que han sido financiadas por terceros (riesgo explícito) .Existiendo un riesgo natural o riesgo implícito, que no se recupere la inversión de recursos propios.

Los indicadores tradicionales de la creación de valor para el accionista y de la gestión de los directivos, en la actualidad se vienen usando multiplicidad de indicadores para calcular el valor creado por la empresa para sus accionistas y para evaluar la gestión de los directivos, con el fin de poner en marcha mecanismos que aumenten su motivación. **Entre estos indicadores se destacan:**

El precio de mercado de acciones, utilidad neta, los dividendos, suficiencia de caja, tasa de retorno del capital accionario

De todo lo anterior se deduce que los indicadores tradicionales suelen ser claros y fáciles de obtener. Sin embargo, tal y como se puede apreciar en la siguiente tabla todos suelen tener limitaciones que reducen su potencial como instrumentos de medición de la riqueza creada para el accionista, de evaluación de la gestión de los responsables de cada unidad de negocio y para incentivar a los directivos a actuar como accionistas

Recientemente, medidas de valor para el accionista, como valor económico agregado (VEA) y el valor de mercado agregado (VMA) han ganado la prominencia como las medidas por determinar el valor creado por una

organización Sin tener en cuenta la medida financiera usada, su propósito es proporcionarles una vista externa del rendimiento financiero de la organización a los accionistas.

Para las entidades no comerciales como las agencias gubernamentales y empresas de no lucrativas, existe una ecuación de valor similar, sin embargo, se enfocan las dos medidas internamente y externamente. En estas aplicaciones, el valor está basado en todo el costo de lograr los resultados de organización, como el costo de construir una carretera o el costo de ejecutar un programa social. El retorno es la utilidad moderada a la sociedad comparado con el costo. Generando las mismas utilidades a un más bajo costo total que mejora el valor, como han generado las utilidades mayores al mismo costo.

El Valor Económico Agregado - EVA (Economic Value Added en inglés) - Es una herramienta que permite calcular y evaluar la riqueza generada por la empresa, teniendo en cuenta el nivel de riesgo con el que opera la empresa. El EVA aporta elementos para que los accionistas, inversionistas, entidades de crédito y otras personas con intereses en la empresa puedan tomar decisiones con más conocimiento de causa.

2.3 Bases Teóricas

2.3.1 Principio del Valor Económico Agregado (EVA).

El principio fundamental que introduce la metodología el EVA es que el capital aportado por los accionistas tiene un costo de oportunidad, y este costo debe ser considerado al momento de cuantificar los resultados que arroja el negocio en un período determinado. Tan simple como eso!. La aplicación de la metodología del EVA implica una crítica a las estimaciones contables convencionales de los resultados financieros de una empresa.

¿Cómo se determina el beneficio neto de una organización de acuerdo al análisis contable tradicional?. En la figura 2 puede observarse como el

beneficio neto resulta de deducir todos los costos y gastos de la empresa de sus ingresos por operaciones, y es ese beneficio neto el que debe satisfacer las expectativas de los accionistas en términos del rendimiento esperado por ellos de acuerdo al nivel de riesgo asumido en la inversión. La empresa puede ser rentable, pero esa rentabilidad puede estar por debajo de la deseada por los propietarios, y en ese caso sus recursos están siendo utilizados de manera ineficiente; el valor invertido inicialmente en el negocio no se está recuperando, todo lo contrario, se está destruyendo(ver anexo 02)

En el análisis fundamental de la metodología del EVA los recursos que invierten los propietarios en la empresa tienen un costo, y las operaciones de la empresa deben ser capaces de cubrir ese costo, al igual que todos los demás elementos de costo de sus actividades. Los recursos que recibe la empresa para financiar sus operaciones provienen de sus propietarios (patrimonio) y de sus acreedores (pasivo); puede notarse en la figura 2 que en la estimación de ese beneficio neto contable uno de los costos/ gastos considerados es el pago de intereses por el financiamiento recibido de terceros, entonces, ¿por qué no incluir como un elemento de costo lo que espera recibir el accionista como retribución a su inversión?

Matemáticamente, el cálculo del EVA se define de la siguiente manera:

$$\text{EVA} = \text{BENEFICIO EN OPERACIONES} - \text{COSTO DEL CAPITAL EMPLEADO}$$

Puede observarse que su estimación involucra 2 elementos principales. El primer elemento para calcular el EVA es el Beneficio en Operaciones Después de Impuestos (BODI), el cual representa el excedente que queda de los ingresos de la empresa luego de deducidos todos los costos y gastos de operaciones (sin deducir lo correspondiente a gastos de tipo financiero - intereses -) y de considerar el pago de impuestos relacionados con ese excedente operacional. Al estar basado este cálculo en información contable (diseñada muchas veces para cumplir los requisitos fiscales de cada país), la metodología recomienda hacer una revisión exhaustiva de cada elemento que participa en la estimación del BODI, de tal manera que se realicen todos

los ajustes que sean necesarios para sincerar los resultados financieros de cada período y llegar a una cifra que refleje la verdadera situación de la empresa, en cuanto a la creación de valor.

Por ejemplo, es posible que se haya efectuado un gasto elevado en entrenamiento de personal, y que contablemente ese gasto se registre por completo en el mismo período anual, aun cuando sus efectos sobre las actividades de la empresa vayan a ser retribuidos en los 3 años siguientes. En este caso, el EVA del primer año podría reducirse significativamente, mientras que el correspondiente a los siguientes períodos se vea incrementado en niveles importantes. Para evitar este tipo de distorsiones, un ajuste recomendado puede ser distribuir el gasto de entrenamiento en los 3 períodos, aun cuando su desembolso efectivo corresponda a uno sólo esquemáticamente, el cálculo del BODI puede resumirse como lo indica (ver anexo 03)

El segundo elemento del cálculo es el Costo del Capital Empleado (CCE); éste representa la cantidad de dinero necesaria para remunerar todas las fuentes de recursos financieros utilizadas en las actividades del negocio, incluyendo el costo del financiamiento de terceros (intereses) y el rendimiento esperado por los propietarios.

Para estimar el monto de dinero correspondiente al CCE, es necesario calcular el Capital Empleado (CE) y el costo promedio de cada unidad monetaria que lo conforma.

El CE no es más que el total de recursos utilizados en las operaciones, es decir, recursos provenientes de terceros (pasivos) y recursos de accionistas (patrimonio), o lo que sería equivalente, la totalidad del activo en operación. Al igual que el BODI, este capital empleado se estima de acuerdo a su valor en libros contable, por lo que debe ser revisado y ajustado para que refleje la situación real del negocio. Es importante destacar que tanto los ajustes en el BODI como en el CE dependen de cada empresa, y son aplicables de diferente manera en cada caso; son estos ajustes los que permiten adaptar la estimación del EVA a la realidad de cada negocio, y de allí que una de las

ventajas de este indicador sea su flexibilidad y adaptabilidad a cada situación.

Una vez calculado el CE, debe estimarse una razón de costo que represente la remuneración de todos los recursos invertidos. Esta es una de las estimaciones que puede resultar más difícil en el cálculo del EVA, ya que debe incluir un promedio de los costos de cada una de las fuentes de financiamiento. Para ello suele recomendarse utilizar la conocida metodología del Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC), ampliamente divulgada por todos los textos de finanzas corporativas que se utilizan en los cursos universitarios a nivel mundial (3), y según la cual el costo de los recursos se determina como se observa en el anexo 05 .

Es una manera simple de representar el cálculo de este indicador de costo, pero permite tener una idea bastante aproximada de su valor. La complejidad para estimarlo variará de acuerdo a las características propias de la estructura financiera de cada organización.

Ya calculados el BODI y el CCE, no queda más que estimar el valor agregado o destruido en el período analizado; es decir, estimar el EVA. Su resultado será favorable siempre que el BODI supere el monto del CCE, es decir, se produzca un EVA positivo. De lo explicado anteriormente puede deducirse que el EVA constituye una medición de fácil comprensión y aplicación en el contexto empresarial.

Su simplicidad de cálculo y su adaptabilidad a diferentes tipos de negocio son algunas de las características que han contribuido a su popularidad como nueva herramienta de evaluación financiera; pero lo más importante, de acuerdo con sus partidarios, es la estrecha relación que se observa entre este indicador y el valor de mercado de la empresa, lo que permite inferir que sus resultados (actuales y proyectados) reflejan en gran medida la satisfacción o rechazo con la que los inversionistas evaluarán a la organización en análisis, y esa aceptación o rechazo se reflejará directamente en el MVA del negocio.

Cabe destacar que una empresa con un EVA negativo no siempre se interpreta como una empresa en problemas; de hecho, son muchas las que presentan un EVA desfavorable y sin embargo su MVA sigue siendo favorable. Esto sucede porque el MVA no refleja solo el EVA de un período, sino que refleja el potencial de generación de valor en el futuro; en otras palabras, el MVA constituye el valor presente de los EVAs que se alcanzarán en períodos futuros. En este orden de ideas también puede afirmarse que existen empresas con EVA favorable en el presente y sin embargo su MVA es negativo; una vez más esto se explica porque los inversionistas en el mercado estiman que ese negocio carece de potencial para generar valor en el futuro, y que persistirá la tendencia a destruir el valor invertido en el mismo.

2.3.1.1 El Valor de Mercado Agregado. Mientras el EVA y el CVA han sido diseñados para medir el desempeño de la empresa utilizando sus indicadores internos, el Valor de Mercado Agregado (Market Value Added, MVA) estima la manera como los inversionistas cuantifican la generación de valor actual y potencial de un negocio, a través de sus decisiones de inversión en el mercado de capitales. Matemáticamente, su cálculo puede obtenerse de la siguiente manera:

$$\text{MVA} = (\text{valor de mercado de la empresa}) - (\text{valor en libros de la empresa})$$

Es decir, cuando la cotización de la empresa en el mercado es superior a su valor en libros contable, es porque los inversionistas están pagando una prima por participar en ese negocio; sólo están dispuestos a pagar esa "prima" adicional porque estiman que es un negocio que está generando valor o tiene potencial de hacerlo en el futuro, y en esa estimación que hace el mercado juegan un papel fundamental las estrategias que adopta la gerencia de la empresa. Aquellas organizaciones que apliquen estrategias conducentes a activar su potencial de creación de valor presente y/o futuro, tienden a presentar un MVA con cifras positivas, mientras que para las empresas que no están explotando adecuadamente ese potencial no

resultarán atractivas en el mercado de capitales y se verán enfrentadas con un MVA negativo.

Los componentes del MVA pueden analizarse considerando que el valor en libros de la empresa está conformado por el valor en libros de la deuda del patrimonio (aplicando la conocida ecuación contable $\text{ACTIVO} = \text{PASIVO} + \text{PATRIMONIO}$) (ver anexo 06)

De esta forma, la gerencia de una empresa que cotice instrumentos de deuda (por ejemplo, bonos) y/o valores accionarios en un mercado abierto, puede fácilmente determinar cuáles son las expectativas de sus inversionistas a través del MVA; determinar si las estrategias que se están adoptando o se piensan adoptar tienen un efecto positivo sobre el mercado. Cabe preguntarse: ¿acaso se puede estimar el MVA de una empresa que no participe en el mercado de valores? Considero que esto es perfectamente posible, si se tiene una idea del "valor de mercado" que podría tener el pasivo y patrimonio de la organización en un momento determinado, de acuerdo con el comportamiento de sus propietarios y acreedores. (gráfico 01)

Obviamente, este indicador hace una medición aproximada sobre lo que espera el inversionista del negocio, una medición de carácter externo. La gerencia necesita indicadores que le permitan medir su desempeño internamente, mediciones que traduzcan esas expectativas de los inversionistas a cifras que sean una imagen de lo que está obteniendo la organización de sus estrategias y operaciones; indicadores altamente correlacionados con el comportamiento del mercado, que permitan explicar ese comportamiento desde una perspectiva interna.

De acuerdo con los estudios que se han realizado al respecto (2), las mediciones basadas en metodologías como la del EVA y la del CVA se encuentran mucho más cercanas a esta deseada correlación que las mediciones tradicionales consideradas individualmente.

2.3.1.2 Valor del Flujo de Efectivo Agregado (CVA). Para algunos expertos el EVA no es más que una medida contable modificada, que mantiene las limitaciones de la contabilidad tradicional, y que concentra su análisis solo en la generación de utilidades o beneficios. Siguiendo los principios de que la generación de valor no solo se relaciona con la obtención de utilidades sino también con la disponibilidad de efectivo, los consultores europeos identificados como FWC AB diseñan una metodología diferente al EVA, que se concentra en la determinación de los niveles de efectivo que generan o demandan las actividades de un negocio, y en base a esos resultados pueden afirmar si existe o no creación de valor; el indicador central de esta metodología es denominado Valor del Flujo de Efectivo Agregado (CVA).

El CVA constituye un modelo que cuantifica en forma periódica el Valor Presente Neto (Net Present Value, NPV) de una inversión (4); no se limita a medir el NPV al inicio de la inversión, sino que lleva esta medición período tras período, para determinar la generación de valor a lo largo de la vida útil de cada inversión, basándose por supuesto en el comportamiento de los flujos de efectivo asociados a esa inversión. "La gerencia necesita un modelo que enlace o que cubra las brechas entre las medidas históricas del desempeño financiero (basadas en la contabilidad) y la evaluación de inversiones, de tal forma que pueda seleccionar las mejores alternativas estratégicas. Ese modelo debe considerar la Gerencia Basada en Valor y debe medir los flujos de efectivo descontados, ya que los flujos de efectivo y el valor del dinero en el tiempo son elementos determinantes en la creación del valor".

Antes de explicar la metodología utilizada por este modelo, es necesario identificar algunas de las consideraciones más relevantes del CVA para familiarizarse con su terminología; éstas se resumen a continuación:

- El modelo del CVA identifica 2 categorías de inversiones: las Inversiones Estratégicas (IE) y las Inversiones No Estratégicas (INE). Define a las primeras como aquellas que tienen como objetivo crear mayor valor o nuevo valor a los accionistas, mientras las segundas se realizan con la

finalidad de mantener el valor que están creando las IE; según esto, cada IE es seguida por un conjunto de INE que mantienen su potencial de generación de valor en el tiempo; las INE son el resultado de las IE pasadas, por lo que no deben ser evaluadas por separado (ver gráfico 02)

Afirma que la rentabilidad y la creación de valor de un negocio están en función de 4 elementos: fondos invertidos, flujos de efectivo operativos, vida económica de las inversiones, y sus costos de capital. Un modelo que intente evaluar el potencial de generación de valor en una empresa debe considerar estos 4 elementos, de lo contrario estaría analizándose la situación de la empresa de manera incompleta e incorrecta.

- El valor de la empresa en el mercado (análisis del MVA) depende de 2 **factores:**
 1. El valor antes de la estrategia (VAE), que está conformado por el valor presente o actualizado de los flujos de efectivo del negocio que se esperan obtener de acuerdo a las características actuales de la empresa, sin considerar la incidencia de nuevas inversiones estratégicas a realizar en el futuro.
 2. El valor de la estrategia (VE), relacionado con el valor presente o actualizado de los flujos de efectivo provenientes de nuevas IE y de decisiones estratégicas. Si se estima que la estrategia seleccionada traerá consigo resultados adversos o desfavorables, esto se traducirá en una disminución del valor del mercado; en caso contrario, al estimar un potencial de generación de valor, el valor de mercado reflejará un incremento en sus cotizaciones.

2.3.1.3 Metodología del Flujo de Efectivo Agregado (CVA).-El cálculo del CVA para un período se resume en la siguiente expresión:

FLUJO DE EFECTIVO CVA = PROVENIENTE DE OPERACIONES - OCF	FLUJO DE EFECTIVO OPERACIONAL DEMANDADO OCFD
---	---

El OCF(Flujo de caja Operativo) está asociado a las entradas netas de efectivo que se generan por las operaciones regulares del negocio (considerado en su totalidad o por departamento); se calcula considerando el beneficio operacional de la empresa, los movimientos de capital de trabajo y las INE, como se explica en la figura 7.

Lo relevante de este cuadro, es tener en cuenta que en los estados financieros se presentan operaciones que no implican salidas de efectivo, como por ejemplo los gastos por depreciación, amortización, agotamiento, provisiones por desvalorizaciones de existencias ,provisión por fluctuación de valores, etc (ver gráfico no.3)

Los autores del modelo no consideran el pago de impuestos como una variable que afecta el flujo de efectivo. Considero que esta apreciación no es totalmente válida para todas las situaciones, por lo que el gerente debe diseñar su propio esquema de identificación de los flujos de efectivo operacionales del negocio, para que el modelo se adapte de la mejor manera posible a las características de cada empresa. Se observa en la figura que el modelo también considera necesario ajustar el beneficio en operaciones con aquellas partidas de ingreso y de costo/gasto que no se traducen en una verdadera entrada o salida de efectivo; un ejemplo de este tipo de partidas que deben ser ajustadas es la depreciación cargada como gasto del período, ya que ese monto en realidad no requiere una salida de efectivo.

Una vez determinado el OCF, **se calcula el OCFD**. Esta demanda de flujo de efectivo equivale **a la cantidad de dinero necesario para satisfacer las expectativas de rendimiento de los inversionistas del negocio (accionistas y acreedores)**; en otras palabras, el OCFD representa el costo del capital empleado en el negocio, planteado en términos similares a los propuestos por la metodología del EVA. La principal diferencia entre ambos enfoques es que el CVA no considera el monto del capital empleado según su valor en libros, sino que calcula el monto de las inversiones estratégicas en operación y ajusta ese monto de acuerdo con la inflación de los períodos transcurridos, para obtener un valor actualizado del capital empleado en las

actividades del negocio. Conociendo ese monto, y el costo de cada unidad de capital (CPPC sin considerar ahorro en impuestos), se determina el OCFD.

<div style="display: flex; justify-content: space-between; margin-bottom: 10px;"> CAPITAL EMPLEADO (IE) CPPC </div> <div style="display: flex; align-items: center; justify-content: center;"> CVA = AJUSTADO POR EFECTOS DE INFLACION - ANTES DE IMPUESTOS </div>
--

Haciendo una comparación entre la metodología del EVA y el CVA en este aspecto, puede decirse que en ambos casos se toma en cuenta el costo del capital empleado en el negocio o en un proyecto de inversión particular, **solo que el EVA trata de cubrir ese costo con el beneficio generado en cada período** (BODI), sin tomar en cuenta si se dispone de suficiente efectivo para satisfacer los requerimientos de los inversionistas, mientras que el CVA establece que deben ser cubiertos con flujos de efectivo y no sólo con el análisis del beneficio obtenido. A simple vista parece más saludable el enfoque del CVA, pero al evaluar su propuesta con más detalle puede decirse que no todo el efectivo generado en un período puede estar disponible para cancelar intereses de los pasivos y dividendos al patrimonio; especialmente estos últimos sólo pueden ser decretados si se ha generado una cantidad de beneficio que justifique su reparto (así lo establecen los principios de contabilidad, y en algunos países la legislación empresarial no permite la entrega de dividendos si no existe un beneficio acumulado que los respalde). Combinando ambos enfoques puede decirse que las expectativas de los inversionistas solo serán satisfechas si se genera un beneficio en operaciones suficiente para cubrirlas, y además, se generan flujos de efectivo que permitan su cancelación (o reinversión, si es el caso).

Una vez conocidos los montos de los OCF y OCFD (históricos o proyectados), se determina el CVA. Evidentemente, el objetivo a perseguir es un CVA positivo, que muestre un negocio que genera suficiente efectivo para cumplir con las expectativas de rendimiento de sus inversionistas, pero este indicador no debe ser medido e interpretado en un solo período, sino que debe analizarse su evolución en varios (históricos y proyectados) para concluir si el negocio o inversión estratégica crea o destruye valor. Debe

recordarse que el cálculo del CVA está asociado a los flujos de efectivo de una inversión estratégica o de una unidad de negocio, por lo que el CVA para toda una empresa viene dado por la sumatoria de los CVAs de las inversiones y/o unidades que la integran.

2.3.1.4 El Índice del Flujo de Efectivo Agregado (CVA).- El modelo del CVA no se limita a proponer un indicador que mide la creación de valor, sino que relaciona esta creación de valor con las variables financieras que puede planificar el gerente para mejorar su desempeño y alcanzar valores más favorables en el CVA. Con **este objetivo, sus autores proponen el cálculo del índice CVA, como una herramienta que explica de donde proviene el valor generado en la empresa.**

$$\text{INDICE CVA} = \text{flujo caja opera. (OCF)} / \text{flujo caja opera. demandado . (OCFD)}$$

Este índice se calcula de la siguiente manera:

A simple vista, representa una alternativa para calcular el CVA, y se considera favorable cuando el resultado es igual o superior a 1. Pero este análisis adquiere importancia cuando se identifican las variables que afectan este índice (generadores de valor o valúe drivers), y por supuesto a los componentes del CVA. Estos generadores de valor son (6):

1. Margen de Utilidad Operacional :

$$\text{UTILID. OPERATIVA} = \frac{\text{UTILIDAD .ANTES INTERESES E .IMPTOS}}{\text{VENTAS}}$$

2. Margen de Capital de Trabajo (MCT):

$$\text{MARGEN DE CAPITAL=} \frac{\text{VARIACIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO}}{\text{VENTAS}}$$

3. Margen de Inversiones No Estratégicas (MINE):

$$\text{MARGEN DE INE=} \frac{\text{INVERSIONES NO ESTRATÉGICAS}}{\text{VENTAS}}$$

2.3.1.5 Comparación final de estos dos métodos utilizados como medición para la creación de valor que son el EVA Y CVA. Se ha intentado explicar en qué consisten estas metodologías de evaluación financiera de una manera simple y concreta. Para concluir con esta breve introducción, se **considera relevante precisar las coincidencias y diferencias entre ambos métodos, de acuerdo con lo ya planteado.**

Evidentemente ambos indicadores son altamente útiles en cualquier negocio; más que recomendar la utilización de uno por sus ventajas sobre el otro, es preferible pensar en la complementariedad que existe entre ellos. No se pretende en este artículo agotar los tópicos relacionados con éstos y otros indicadores no menos populares, solo se persigue una finalidad introductoria y motivadora para aquellos que no están familiarizados con la terminología. Aún queda mucho que analizar y discutir sobre tan interesante tema.

Una reflexión adicional: ¿Debe abandonarse completamente el análisis financiero tradicional? Todo lo contrario. Indicadores como el EVA y el CVA contribuyen a condensar todo ese análisis en una medición crítica. Pero el comportamiento de esa medición siempre será explicado por el resto de los indicadores tradicionalmente estudiados, por lo que deben conocerse las relaciones entre ellos; mediciones como las estudiadas no solo enriquecen el análisis y evaluación financieros, sino que sirven de soporte para llegar a conclusiones concretas sobre una situación, pero siempre estarán presentes el resto de los indicadores por todos conocidos, como herramientas específicas de análisis de las partes que conforman el complejo mundo del analista financiero.

2.4 ¿Qué se entiende por E.V.A.?

El EVA es un criterio de medición de valor generado en una empresa a partir de su actividad operativa. El EVA es definido como un beneficio operativo neto de una compañía sin considerar los impuestos y después de deducir el costo de capital. Como tal, EVA es un estimado de la "utilidad operativa

neta", o la cantidad por la cual las ganancias exceden o llegan a cubrir la tasa de rendimiento mínima requerida que los inversionistas pueden obtener.

"La administración de la empresa bajo el concepto EVA implica definir cuatro etapas en su aplicación .conocidas como: medición, gerencia, motivación y mentalización."(1) La medición a fin de determinar cuál es el

EVA por la compañía durante un periodo determinado. Traduce las ganancias contables en realidad económica. Para calcular el EVA primero efectuamos una cantidad de ajustes a las ganancias convencionales con el fin de eliminar distorsiones contables y acercarlas a los verdaderos resultados económicos.

La gerencia por otro lado, permite conocer todas las acciones que debe tomar una empresa para aumentar el EVA. El sistema EVA cubre toda la gama de decisiones directivas, incluyendo el planeamiento estratégico, la asignación de capital, el precio de las compras, fija metas anuales, incluso decisiones operativas día a día. Los gerentes de las empresas EVA pueden aprender que sólo **hay tres maneras básicas de incrementar el valor:**

- Incrementando el rendimiento de los activos
- Invertiendo capital adicional
- Incrementar la eficiencia del capital

La motivación, programas vinculados con las remuneraciones, que se diseñan para cada empresa, de manera que las remuneraciones se establezcan progresivamente en función de los resultados. Por último la mentalización .persigue el objetivo que desde el presidente ejecutivo y todo el staff de la organización funcionen de acuerdo a la administración EVA. Un sistema interno de administración corporativa que cuando se implanta en su totalidad transforma la cultura corporativa.

El EVA se basa en el análisis desde el interior de la organización por ello su requisito para su aplicación es que el análisis sea realizado por el ejecutivo que posea un conocimiento integral del negocio debido a que si lo hiciera una persona externa a la empresa podría no reflejar un verdadero valor EVA

¹ James A. Knight-La Administración Basada en el Valor

y se distorsionarían los resultados. Por ello el ejecutivo responsable de la aplicación del EVA, debe tener presente que el análisis de la empresa debe mostrarse en sus valores reales debido a que ello permitirá tomar medidas correctivas necesarias que permitirán lograr el éxito de la empresa.

También se tiene que tener en cuenta que el EVA es una técnica de valuación de creación del valor y que no es una medida que nos da un pronóstico.

A pesar que en los últimos años varias empresas han adoptado la aplicación del EVA, solo algunas lo utilizan en forma adecuada es por ello que debemos tener presente algunas consideraciones previas:

Convertir al EVA en una forma de vida

No solo calcularlo sino implantarlo ya que es la pieza central que involucra las políticas ,procedimientos, métodos que la empresa utiliza para guiar y controlar sus operaciones y estrategias.

No tratar de implantar el EVA en forma rápida

No es posible implantar el EVA de la noche a la mañana, se requiere 6 meses en promedio para empresas con un nivel de ventas menor a US\$250 millones y uno a dos años a empresas con más de un billón de ventas.

El progreso de implantación se inicia con la alta Gerencia, luego gradualmente los demás niveles. El error está implementarlos de una sola vez, pero probablemente habrá mucha gente que capacitar y mucha desorganización. Se la alta Gerencia no comprende la profundidad del EVA, no podría explicarlo a aquellos que trabajan para ellos.

2.4.1 Responsabilidad de la Gerencia

Muy a menudo el Jefe del Departamento no comprende su responsabilidad en la implantación del EVA, desde el área superior hasta la inferior. Esta actitud es negativa en el proceso de implantación porque EVA nos es algo que solo debe hacer el personal operativo.

Si la Gerencia no se encuentra comprometida, sólo generará discrepancias entre el personal. Entonces el plan de incentivos no se podría aplicar con éxito.

El descontento de los administradores

Al implementar el EVA muchas empresas tienden a debatir lo que significa crear valor para el accionista, en oposición a solo buscar bienestar del empleado o la empresa. "Por ello se debe tomar en cuenta que el EVA es una medida de rendimiento financieros para conducir el negocio de manera más eficiente, para satisfacer a los clientes y utilizarla como una herramienta para una toma de mejores decisiones." (2)

2.4.2 Capacitación Acelerada

Muchas veces las compañías no transmiten el conocimiento de EVA de manera amplia de toda la organización. Es por ello que es muy importante capacitar a la organización ya que desde los puestos operativos se ayuda a crear valor.

Como por ejemplo:

"La rotación de inventarios sí la gente comprendiera la incidencia del EVA sabría de que si rota más rápido los inventarios se reduce la cantidad de capital que se necesita y por lo tanto eleva el valor del EVA."³

- **Cuando Eva = 0**

La Cía. Produce retornos sobre el capital empleado, iguales a su costo. Este caso podemos decir que la empresa está manteniendo sus valor a través de su operación.

- **Cuando Eva >0**

Refleja que la Cía. Genera retornos sobre el capital empleado, mayores a su costo, es decir crea riqueza para sus accionistas, si este porcentaje es similar a lo largo del período, se dirá que la empresa tiene un crecimiento sostenido en el tiempo.

²Oriol Amat -EVA Valor Económico Agregado

³Renewing Organizational Infrastructures Análisis-Deloitte &Touche

- **Cuando Eva <0**

Un Eva negativo, es un indicador de que la empresa no está generando utilidad; su rendimiento es menor a su costo de Capital Empleado. Consecuentemente, la empresa destruye capital en su proceso operativo, y no genera valor para sus accionistas.

2.4.3 Ventajas del Eva

- Efectúa un Análisis integral y realmente nos enseña en qué mes, o en qué negocio empezamos a generar valor agregado.
- Afianzar el concepto de Generar Riqueza y Generar Valor.
- Analizar el Resultado Integral a partir del Resultado Operativo.
- Medir la performance en forma anual, trimestral o mensual.
- Evaluar estrategias de Capital.
- Determinar el valor de las adquisiciones o venta de activos.
- Evalúa futuras inversiones.

2.4.4 Limitaciones del EVA

- Determinar el Costo de Capital Empleado (CCE)

Su naturaleza de corto plazo, limita los objetivos a largo plazo de la empresa: MIOPÍA FINANCIERA

2.4.5 Incertidumbre del valor

¿Qué tan cierto es el valor? ¿de qué depende? Si hoy el valor es la expectativa de resultados financieros futuros, ¿qué tanta seguridad tenemos acerca de esos resultados esperados? Cuanto mayor sea la incertidumbre acerca de los resultados futuros, mayor será el desacuerdo en el valor probable. La incertidumbre opera de dos maneras, actuando para reducir o aumentar valor; en casi todos los casos, la reducción de valor es más probable (con la significativa excepción de valor en alta tecnología, donde en realidad, la incertidumbre deviene en un factor positivo). Por tanto, cuanto mayor sea la incertidumbre con respecto a los resultados futuros, mayor probabilidad habrá de que el valor sea inferior. La incertidumbre es un juicio subjetivo acerca de esos resultados futuros. Nadie sabe cuáles serán los

resultados futuros, si alguien lo supiera, no habría incertidumbre. En ausencia de la certeza de los resultados futuros por medio de algún factor en el momento de definir sus expectativas con respecto al valor de la compañía. Cuanto mayor sea la incertidumbre sobre los resultados futuros, mayor será la indiferencia de los inversionistas con respecto a los resultados futuros.

2.4.6 Resumiendo la idea del EVA

El EVA es una herramienta financiera que le permite al accionista obtener un parámetro de inversión, mediante la evaluación del valor generado por sus administradores en cada una de las unidades del negocio.

La aplicación del EVA permite conocer la generación de valor por área, por negocio, por período, por producto y por proceso operativo, analizando en forma integral a la empresa a fin de tomar acciones correctivas.

EVA mide las utilidades exceden o no llegan a cubrir el Capital Empleado en la empresa, afectado por su costo, el mismo que representa la tasa de requerimiento exigida por los accionistas.

El Capital Empleado se encuentra involucrado en la operación del negocio y permite el crecimiento de la empresa. Su cálculo puede la perspectiva financiera a partir de la cuentas del Pasivo.

2.4.7 La planificación estratégica y el E.V.A.

En la actualidad las empresas manejan el concepto de planificación estratégica, donde se aplica una serie de actividades formales o causadas que posibilitan el desarrollo de un plan estratégico, aportando una metodología para el diseño de la estrategia que implica un proceso de acercamientos sucesivos .haciendo descender la preocupación por la estrategia a TODOS los niveles de la organización.

No es la intención de esta tesis, de ser muy extenso referente a todo lo que implica una formulación y diseño de un plan estratégico, pero considero sumamente importante ,que se entienda , "que toda empresa formulan un conjunto de actividades destinadas a lograr un objetivo básico: que es posicionar a la empresa competitivamente en el largo plazo y así ganar dinero, con políticas de distribución de dividendos reales ,cubriendo la

empresa las expectativas que tiene el accionista en sus inversiones como es su costo de oportunidad de su dinero, donde decidió invertirlo a la empresa en lugar de recurrir a los mercados de capitales con niveles de riesgos mucho menores y a la vez creando nuevos negocios para fortalecerla en el tiempo”⁴

Criterios básicos para la formulación de la Estrategia

- Los objetivos sociales tienen preponderancia
- Toda acción debe estar precedida de una decisión, que implica discusión previa
- Toda decisión debe estar dirigida a un objetivo

Los objetivos deben ser racionales respecto:

- Al medio
- A la situación de la empresa
- A las oportunidades
- A la actitud hacia el riesgo

El reconocimiento de la Fortaleza de Debilidades es producto de un Diagnóstico que debe evitar paternalismo y conformismo y generar decisiones técnicas en momentos en que reclaman los clientes y/o presiona la competencia.

La empresa debe aprovechar al máximo su infraestructura y recursos en cuanto a:

- Palanqueo financiero
- Capital y Reservas (calidad)
- Activos no monetarios

2.4.8 El E.V.A. y el plan estratégico a largo plazo

"La estrategia es la forma y los medios como lograr los objetivos institucionales. Para ello es necesario conseguir ventajas competitivas como

⁴ James A.Knight -La administración Basada en el Valor

"Liderazgo en costos" y/o "Diferenciación". Tales ventajas solo se logran en el mediano o largo plazo, razón por la cual son parte inherente al plan de largo plazo."⁵

Su principal objetivo es que la dirección no eluda su responsabilidad de pensar en un "futuro más amplio" que el tradicional corto plazo, pues ello implica perder información sobre ¿Qué estará haciendo la empresa? ¿Cómo habrá evolucionado el sector? ¿Cuál será su posición respecto a los competidores?

La inestabilidad socio-política y económica contribuye a que la dirección rehúya la responsabilidad de abordar un periodo menos inmediato que el corto plazo.

Sin embargo dicho elemento (la inestabilidad) es el factor que confirma la necesidad de penetrar en el largo plazo.

Tres requisitos son fundamentales para planificar:

- Creatividad
- Flexibilidad
- Liderazgo

Limitaciones del presupuesto respecto a la planificación

La excesiva preocupación por cumplir metas, que son previsiones de corto plazo, reducen la preocupación por un futuro de mayor alcance.

El horizonte de trabajo es de un año, lo cual no es suficiente para intentar alcanzar ventajas competitivas.

Por tanto, el valor estratégico del presupuesto se reconocen en el ámbito del control, a no ser que la alta dirección exija a sus subordinados no solo un compromiso de alcanzar cifras, sino de establecer planes que mejoren la posición competitiva de la empresa

En nuestro trabajo estamos hablando de conceptos como "diferenciación" "ventajas competitivas", que son necesarios dar mayores detalles, ya que el plan estratégico de toda empresa va a señalar objetivos, y uno de ellos para el accionista es que el retorno de los flujos de su inversión sea superior al

⁵Krygier, Montilla & Asociados, Gerencia Estratégica de Costos

costo de oportunidad y al riesgo asumido, por un periodo de tiempo indefinido y eso lo va a dar entre otras cosas las calidades de los proyectos y nuevos negocios que se hagan. Debemos estar atentos, que siempre la empresa tenga sus horizontes de crecimiento, siendo para toda empresa el autofinanciamiento una fuente de fondos vital que ha sido originado por las utilidades que dejó el negocio y que los accionistas no se repartieron, alentando proyectos de alta rentabilidad.

El Valor de la empresa y el EVA.- Hace referencia a una estimación subjetiva del valor agregado, creado o destruido por la gerencia de la empresa en relación al aporte inicial del capital invertido en el negocio por acreedores y accionistas.

En la última década la valoración económica ha venido a cuestionar las interpretaciones operativas derivadas de los informes contables como la razón del retorno sobre la inversión y la rentabilidad del patrimonio señalando las limitaciones de estas medidas en la toma de decisiones estratégicas.

Crear valor no solo significa generar utilidades o ver reflejado un múltiplo de éstas en el mercado, implica romper los viejos paradigmas, convertir ideas en riqueza, transformar capital en capital en desarrollo, convertir información del mercado en nuevas oportunidades de inversión y crecimiento. Focalizar la visión de la empresa. Se debe reflejar un valor de consenso de las oportunidades de crecimiento y rentabilidad a valor presente, no tiene que ser igual al capital aportado.

Por lo general, el valor de mercado se utiliza para calcular un múltiplo que expresa una relación con las utilidades que se usan para comparaciones entre compañías similares.

Cabe preguntarnos ¿Quién le permitió a una empresa que tenga voluntad de crear niveles de riqueza? Hay una respuesta por demás válida, el accionista, después se puede ir desarrollándose algún tipo de grados de prelación, que no es nuestra voluntad establecerlo pero podría ser los trabajadores, proveedores, estado, etc.

Para maximizar el valor, se debe incluir la estrategia; es la estrategia la que brinda la mayor parte de valor. Los generadores de valor exitosos deben de ir más allá de establecer un nuevo conjunto de indicadores de desempeño,

sino de preocuparse en mejorar los procesos de toma decisiones. Esta investigación busca como objetivo de alentar políticas de dividendos con creación "consistente" de valor para las empresas.

Las estrategias y los objetivos empresariales alineados con el E.V.A.

Estrategias para Aumentar el EVA: Utilidad Operativa Neta

- Aumentar el rendimiento de los activos sin invertir más: Aumentar el margen bruto, aumentar la rotación de los activos corrientes y fijos, usar leasing.
- Reducir la carga fiscal mediante una planificación fiscal tomando decisiones que maximicen las desgravaciones y deducciones fiscales.
- Aumentar los activos que rindan por encima del costo del pasivo.
- Reducción de los activos manteniendo la utilidad operativa Neta, para que pueda disminuir la financiación total (reducir tamaño del negocio).
- Reducir el costo promedio de capital (riesgo financiero y operativo).

Estrategias para reducir el E.V.A.

- Aumentar la rotación de los activos, es decir, incrementar las ventas que se consiguen con los mismos.
- Alquilar activos fijos en vez de comprarlos.
- Reducir el plazo de existencias.
- Reducir el ciclo de producción hasta las ventas.
- Reducir el saldo de cuentas por cobrar (menor cartera pesada).
- Reducir el saldo de caja.

Objetivos empresariales

Los objetivos empresariales en general no han cambiado sino que más bien han sido reforzados con una mayor consideración sobre el riesgo del negocio. Entre otros objetivos se destacan:

Elevar el valor de la empresa - a través de obtener la máxima utilidad neta con un capital mínimo y de lograr el mínimo costo promedio de capital.

Trabajar con el mínimo riesgo o riesgo aceptable- a través de conseguir una proporción equilibrada entre el capital aportado por los accionistas y el

endeudamiento, lograr una proporción equilibrada entre deudas a corto plazo y deudas de largo plazo y alcanzar una adecuada cobertura entre los riesgos financieros.

Disponer de un adecuado índice de liquidez - a través de financiar adecuadamente las necesidades de inversión en activos circulantes y de lograr un equilibrio entre los cobros y pagos de corto plazo.

Los objetivos anteriores convergen en dos dimensiones:

- La maximización del valor agregado y
- El nivel de riesgo asumido

2.4.9 Identificación y control a los impulsores del E.V.A.

Es suma importante que las empresas identifiquen los indicadores de desempeño, que es seleccionar aquel que funcione en su empresa y envíe las señales adecuadas de toma decisiones por parte de la gerencia. El seguimiento del proceso de selección de indicadores de desempeño que aparece en la siguiente figura, nos servirá para garantizar que el indicador que vamos a utilizar será el adecuado para nuestras. (ver gráfico no. 08)

El pago por desempeño es el nexo entre el (los) indicadores de desempeño seleccionados y el plan de remuneración escogido. Determinar la relación existente entre el desempeño y el pago es una oportunidad importante para establecer la relación correcta entre riesgo y la recompensa en el plan, para que se envíen señales correctas a los gerentes de las empresas.

2.4.10 Tolerancia al riesgo del inversionista

Dos inversionistas pueden tener la misma información, la misma percepción del control y la misma incertidumbre frente a posibilidades futuras; aun así, todavía pueden asignar valores diferentes a la compañía, porque ellos mismos tienen diferentes tolerancias al riesgo. Los inversionistas que son más tolerantes al riesgo, que tienen más tolerancia frente a la incertidumbre, pagarán un mayor valor por una compañía con perspectivas inciertas, que un inversionista con menor tolerancia al riesgo.

2.4.11 Los accionistas no son los únicos que se benefician

En gran medida, el debate que en la actualidad se plantea en torno al concepto del valor, se centra en el valor creado para los accionistas; sin embargo, existen otros grupos interesados en el tema. En el Reino Unido, donde la preocupación por otros grupos es más visible desde el punto de vista político que en Estados Unidos, el debate es vehemente sobre si los voraces accionistas les están arrebatando el dinero a otros grupos interesados. Entre éstos se cuentan gerentes, clientes, empleados, proveedores y las comunidades.

Como se ha explicado dentro de los objetivos empresariales se encuentra de elevar el valor de la empresa Chupetes S.A. a través de obtener la máxima utilidad neta con un capital mínimo y de lograr el mínimo costo promedio del capital, dentro de este elemento se encuentra la tasa de interés que afecta al costo de la deuda asumida, que ante un escenario donde cambia dicha tasa va afectar los costos financieros de las empresas de alimentos y/o confiterías, donde el Valor Económico agregado EVA se va a ver distorsionado, donde ese cambio no tiene nada que ver con la creación o destrucción de valor por las personas a cargo de generarlo, pudiendo tenerse como un elemento de desmotivación para el personal para seguir creando valor, cuando se le incentive por ello.

La amplitud de las variaciones o fluctuaciones de las tasas de interés, llamado volatilidad, pueden afectar sustancialmente los resultados de una empresa. Por eso se dice " A mayor volatilidad, mayor será el riesgo".

El riesgo va a estar presente si las fluctuaciones de las tasa de interés afectan solamente a un lado de los estados financieros, en este caso al Ganancias y Pérdidas. Sí ocurre ello, hay que observar con mucho cuidado su impacto en las U.A.I.D.I. y medir su efecto en el Valor Económico Agregado EVA.

Los indicadores tradicionales de la creación de valor para el accionista y de la gestión de los directivos, en la actualidad se vienen usando multiplicidad

de indicadores para calcular el valor creado por la empresa para sus accionistas y para evaluar la gestión de los directivos, con el fin de poner en marcha mecanismos que aumenten su motivación . Entre estos indicadores se destacan:

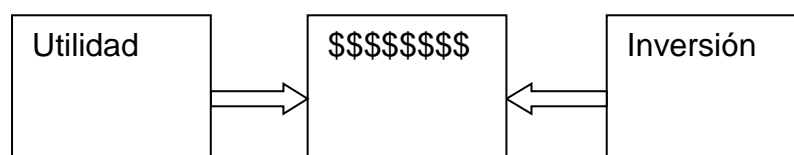
El precio de mercado de acciones, utilidad neta, los dividendos, suficiencia de caja, tasa de retorno del capital accionario.

De todo lo anterior se deduce que los indicadores tradicionales suelen ser claros y fáciles de obtener. Sin embargo, tal y como se puede apreciar en la siguiente tabla todos suelen tener limitaciones que reducen su potencial como instrumentos de medición de la riqueza creada para el accionista, de evaluación de la gestión de los responsables de cada unidad de negocio y para incentivar a los directivos a actuar como accionistas.

2.4.12 Identificación, reacción y correcciones de los agentes de y/o destrucción de valor

Como hemos venido explicando durante toda nuestra investigación, que el líder de la organización debe ser una persona realmente capaz de tomar decisiones que añadan rentabilidad, porque es común que los ejecutivos que lo apoyan en el logro de los objetivos, en muchas ocasiones toman decisiones que no han creado valor, rentabilidad ¿Cómo se implementa esta solución para toda empresa? El problema está que muchos ejecutivos ven la UTILIDAD y no la RENTABILIDAD.

¿Cómo se mide la rentabilidad?



Supongamos que 02 accionistas obtienen de utilidad: Pedro U.S. 600 Juan U.S. 100

Seguramente diríamos que Pedro está más contento con dicho resultado, pero si yo les digo que la inversión de Pedro fue de U.s. 30,000 y la de Juan tan solo U.S. 500 Es obvio preguntar ¿Quién tuvo mejor retorno de su

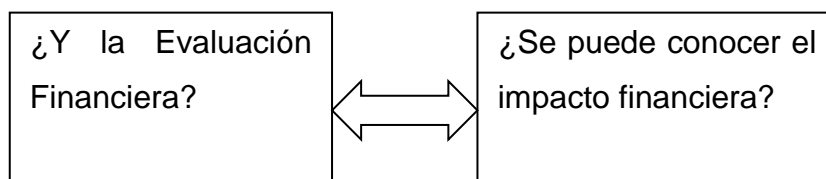
inversión?

Pueden haber dentro de la organización **ACTITUDES PELIGROSAS**

"La máquina no puede dejar de parar de producir. Mi empleo depende de ello" (ingeniero de planta) RIESGO = PARAR UNA LINEA DE PRODUCCIÓN

"Este nuevo equipo permitirá bajar los costos en mano de obra" Gerente de operaciones RIESGO = INVERSIÓN NO RENTABLE "La resistencia de este nuevo almacén no puede fallar". (Ingeniero de obra) RIESGO = SOBREDIMENSIONAMIENTO.

La gerencia de muchas empresas toman decisiones sin tener una información adecuada:



- ☐ Software para administración de inventarios
- ☐ Nuevo esquema de comisiones para la fuerza de ventas
- ☐ Talleres de capacitación para ejecutivos

¿Es común tomar decisiones que no añadan rentabilidad? Es por eso muy importante evaluar el impacto de las decisiones, permitiendo alinear intereses de la gerencia y accionistas, con el objetivo de maximizar la rentabilidad del accionista

2.4.13 Mejorar la tasa de crecimiento de las ventas

Una manera de crear valor es el crecimiento de las ventas. La empresa Chupetes s.a. lo hizo ofreciendo nuevos productos, mejorando los existentes .teniendo una buena calidad de servicio de post-venta. La estrategia del ir hacia el mercado son un componente esencial en las ventas crecientes para una empresa. Algunos de estas aproximaciones podrían incluir las ventas directas para el complejo o alto valor agregado de distribución para los productos del artículo tipo.

COMO AUMENTAR EL VALOR ECONOMICO AGREGADO

CRECIMIENTO DE LAS VENTAS en 25%

Datos Financieros
(Expresados en miles de soles)

Ventas 1,875.00
Activo Total 845.00
Utilidad Neta 67.50

Margen x Rotación		R.O.A. Actual	R.O.A. Anter.	
3.60%	2.22	7.99%	6.39%	1.60%

2.4.14 Incrementar los márgenes de utilidad

Los márgenes de utilidades crecientes son una manera importante de aumentar el valor. Un concepto erróneo común es que si aumenta el rendimiento, por eso aumenta las utilidades. Demasiadas empresas a menudo hallan que esto no pasa en cada caso.

La creación de valor exige a las empresas aumentar las utilidades mientras incrementa las ventas. Los aumentos relacionados al volumen pueden mejorar los márgenes disminuyendo capacidad no utilizada y extendiendo el costo fijo sobre un número mayor de productos. Sin embargo, muchos encuentran en las empresas que los aumentos de volumen producen a menudo mayores costos fijos cuando no se usa la capacidad propiamente .

Para dirigirse a esto, las empresas deben entender sus requisitos del cliente, objetivos de los productos fijos, etc.

COMO AUMENTAR EL VALOR ECONOMICO AGREGADO

CRECIMIENTO DE LAS VENTAS en 25%

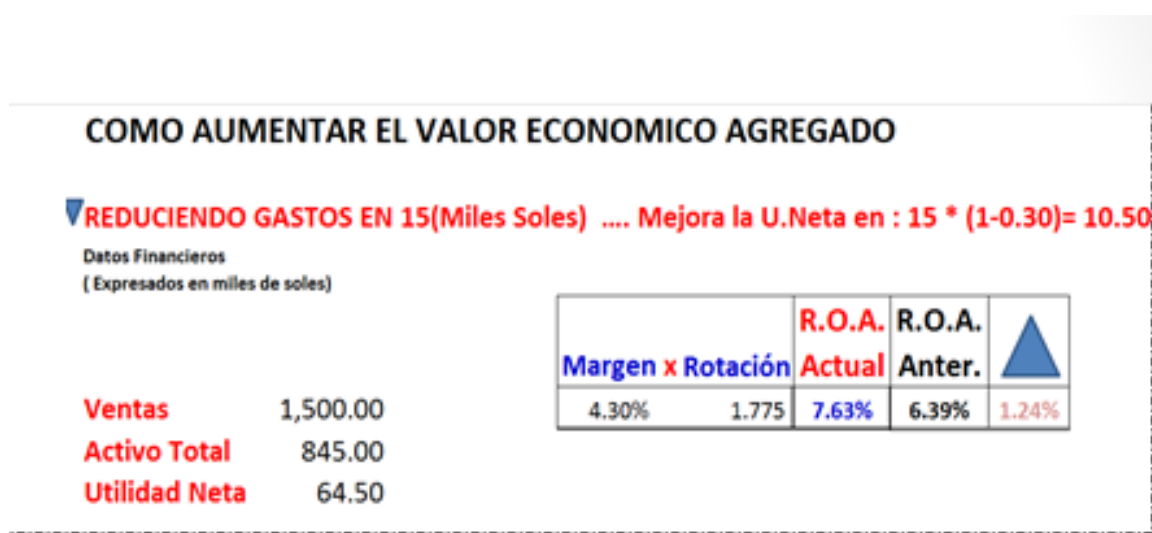
Datos Financieros
(Expresados en miles de soles)

Ventas 1,875.00
Activo Total 845.00
Utilidad Neta 67.50

Margen x Rotación		R.O.A. Actual	R.O.A. Anter.	
3.60%	2.22	7.99%	6.39%	1.60%

2.4.15 Reducir los gastos

Reducir los gastos es una aproximación obvia para crear valor. Los gastos incluyen el costo de ventas (material, mano de obra, y costos indirectos); gastos de ventas y administración; y gastos de investigación y desarrollo (I&D). Aunque una reducción en cualquiera de estos gastos puede tener un impacto positivo inmediato, el gran cuidado que debe ejercerse para evitar dañar la capacidad a largo plazo de una empresa para competir. Por ejemplo, reduciendo todos los gastos del I&D dramáticamente reducirán los costos, pero podría afectar los ingresos futuros potencialmente se la sangre de vida de la empresa es introducir el producto rápidamente.



2.4.16 Reducir los impuestos

El último factor relacionado con el estado es la utilidad para crear el valor, se enfoca en reducir los impuestos. Es importante tener la tasa del impuesto efectiva llegar más baja porque el dinero pagado al gobierno no está disponible para hacer crecer la empresa. Los gerentes deben entender las implicaciones del impuesto, de sus decisiones que a su vez afectan el nivel de flujo y utilidades.

La empresa Chupetes S.A. absorbió a la empresa Confitería empresa distribuidora del grupo que a la fecha de Diciembre-98 transfirió a la empresa Chupetes S.A. teniendo un escudo fiscal de s/. 1'793,707 para aplicar a pagos futuros de impuesto a la renta

COMO AUMENTAR EL VALOR ECONOMICO AGREGADO

**REDUCIENDO TASA EFECTIVA IMPUESTOS EN ▼ 27% Mejora U.Neta 56.31
(Por EJEMPLORENOVANDO OPER.LEASING CONSTANTEMENTE)**

Datos Financieros

(Expresados en miles de soles)

Ventas 1,500.00
Activo Total 845.00
Utilidad Neta 56.31

Margen x Rotación		R.O.A. Actual	R.O.A. Anter.	
3.75%	1.775	6.66%	6.39%	0.27%

2.4.17 Incrementar la productividad

ACTIVO NETO (valor de mercado)

Muchas empresas pasan por alto el uso eficaz de los activos como una manera de aumentar el valor. Una variedad de aumento de las técnicas de rendimiento de capital de trabajo (combinación de caja y bancos, cuentas por cobrar, inventario, y gastos pagados por anticipado, menos los pasivos corrientes). La meta es reducir el alto capital de trabajo libre de dinero para la reinversión o devolver a los accionistas. Las empresas deben manejar actividades que afectan los niveles del capital de trabajo para tener la capacidad correcta cuando se necesita. Las empresas también deben manejar los capitales intelectuales (también llamado capital de conocimiento). Para muchas organizaciones, los capitales intelectuales como las patentes, marcas de fábrica, cliente y relaciones del proveedor, conocimiento de la industria, una mano de obra especializada, y conocimiento del negocio son más valiosos en muchos cosas que sus activos fijos.

La productividad del activo perfecciona los activos requeridos por la empresa, mientras baja el capital necesario para generar una tasa más alta de rendimiento, y por eso crear el mayor valor.

2.4.18 Estrategias para reducir el activo

Como ya se indicó, una de las estrategias para aumentar el valor generado por la empresa consiste en reducir el activo. Otra consiste en invertir en

activos que rindan por encima del costo de capital. Para ello, se pueden tomar medidas como las siguientes:

- Aumentar la rotación de los activos. Es decir, incrementar las ventas que se consiguen con los mismos.
- Alquilar activos fijos, en lugar de comprarlos.
- Externalizar procesos para poder eliminar los activos correspondientes (máquinas, por ejemplo).
- Reducir el plazo de las existencias con técnicas tales como la de justo a tiempo, aumentar la frecuencia de las provisiones, reducir el número de componentes, reducir el ciclo de producción, hacer tiradas más cortas, flexibilizar la producción, producir mientras se transporta, etc.
- Reducir el plazo que va desde que se adquieren las materias primas hasta que se cobra a los clientes.
- Reducir los saldos de los clientes mediante técnicas de gestión del crédito, tales como, selección de clientes, selección de los medios de cobro más adecuados, implementación de incentivos para los vendedores en función de las ventas cobradas, pago de comisiones a los vendedores hasta que el cliente haya pagado, sistematizar la gestión del crédito a clientes, usar la venta de cartera y el seguro de crédito etc.
- Reducir los saldos de tesorería mediante técnicas de gestión de tesorería (cash management), tales como, por ejemplo, la reducción de las cuentas bancarias o la mejor negociación de condiciones con las entidades de crédito.

COMO AUMENTAR EL VALOR ECONOMICO AGREGADO

REDUCIENDO LA INVERSION EN ACTIVOS  **EN 45 (MILES SOLES)**

(Por EJEMPLOMEJORANDO LA ROTACION DE INVENTARIOS,CUENTAS POR COBRAR,ALQUILAR ACTIVOS FIJOS EN LUGAR DE COMPRARLOS,TERCERIZANDO PROCESOS PARA ELIMINAR USO DE ACTIVOS FIJOS,...)


Datos Financieros

(Expresados en miles de soles)

Ventas 1,500.00

Activo Total 800.00

Utilidad Neta 54.00

Margen x Rotación		R.O.A. Actual	R.O.A. Anter.	
3.60%	1.875	6.75%	6.39%	0.36%

2.4.19 Construir un árbol de rentabilidad (ver anexo 07)

Para ello ayuda mucho construir un árbol de rentabilidad:

Donde permita

- ☐ Identificar desviaciones en resultados
- ☐ Reacción oportuna
- ☐ Adecuar planes y
- ☐ Diseñar estrategias de corrección

Porque cada decisión que se tome afectará al EVA, por ejemplo una mala gestión del inventario con un alto margen, afectará la utilización de los activos; una empresa fuertemente palanqueada, no alcanzó el nivel mínimo de ventas, afectó fuertemente a la empresa dado el nivel de activos fijo de operación y financieros que tienen en su estructura financiera. Del mismo se puede descomponer sus ventas, el capital de trabajo, la liquidez disponible pretendiendo medir la posición de liquidez de la empresa Chupetes s.a. en el corto plazo entendiendo como posición de liquidez a la posibilidad de liquidez vs. el compromiso de la liquidez. La posibilidad de liquidez está dada con el disponible, exigible y realizable. El compromiso de la liquidez está dada por la deuda a corto plazo Vamos a mostrar unos cuadros respectivo para ver a donde puede haber desviaciones de las distintas fuentes financiamiento y los impulsores de valor

Se puede detectar el impacto de cada indicador en la creación de valor

- ☐ Metas atadas al proceso de planificación
- ☐ Todo indicador tiene un responsable
- ☐ Identificación de los impulsores de valor de negocio
- ☐ Mediciones del impacto financiero de las decisiones que se tomen en la empresa
- ☐ Permite la cuantificación de brechas
- ☐ Identificación de las causas de desviaciones
- ☐ Permite implementar las alternativas de corrección previstas

CUANTIFICACIÓN DE BRECHAS

- ☐ Magnitud y tendencia de la brecha
- ☐ Grado de sensibilidad con las rentabilidad del negocio

- Determinar al ejecutivo responsable
- Medir el impacto en rentabilidad

Con más detalle se podrá observar en el grafico 09 las causas de las desviaciones de valor y alternativas de corrección de valor.

2.4.20 Mejorar los costos y la cadena de valor de los procesos internos de las empresas

LIDERANDO COSTOS

- Necesidad de eliminar los costos innecesarios de la empresa
- Necesidad de comprender mejor los verdaderos costos de los productos, procesos y el comportamiento de los costos.
- Necesidad de evaluar el impacto financiero de las decisiones críticas de negocios.
- Necesidad de enfocar y medir resultados de las iniciativas de mejoramiento de alto impacto.

Un cuadro que nos ayude a comprender mejor una gestión estratégica de costos se observa en el gráfico número 10

Buscar que la Gestión Estratégica de Costos que apoye muchas decisiones estratégicas relacionadas con la rentabilidad de los productos (ver anexo 08)

En forma frecuente busca la mejor rentabilidad por los distintos canales de distribución y de clientes, estando cada vez en la búsqueda de ello.

Por último la empresa Chupetes S.A. en su plan estratégico están contenidas sus fortalezas que tiene que ver mucho con la obtención de dichos resultados:

- Nuestra cultura en términos de confianza y compromiso (sustentada en valores, alineada con la dirección , con buen trato al personal, manejo austero del gasto, baja rotación del personal, funcionarios y colaboradores con dominio y conocimiento de su rol)
- Contar con una infraestructura comercial especializada por canal

- Capacidad de la empresa para adecuarse oportunamente a los cambios y de manera integrada (toda la organización)
- Dinamismo en la innovación y desarrollo de productos, considerando la calidad como algo implícito
- Conocimiento profundo del mercado de golosinas
- El 75% del margen es generado por productos propios
- Ser parte de un grupo empresarial rentable que nos ha permitido compartir experiencias, conocimientos, capacidad de planta y de negociación con proveedores, que han agregado valor a la organización
- Ser reconocidos como una empresa especializada en la comercialización de bienes de consumo masivo
- Tener un control razonable de todos los procesos

De lo manifestado todo se resume (ver gráfico número 13)

2.4.21 Identificar los factores que permitan establecer políticas de creación de valor, para que le permita a la gerencia desarrollar acciones de gestión debidamente programadas y estimuladas, para alentar una política de dividendo que privilegie el crecimiento del valor generado y motive al personal a impulsar dicho valor.

La autofinanciación, o financiación interna, es generada por la propia empresa y es uno de los factores clave de una gestión financiera correcta. La capacidad de autofinanciación depende del flujo de caja (utilidad neta más depreciaciones, más provisiones) y de la política de distribución de las utilidades que adopte la empresa. De hecho, la autofinanciación es aquella parte del flujo de caja que se reinvierte en la propia empresa.

En líneas generales, interesa que la empresa reparte pocos dividendos en relación con la utilidad neta, pero que los dividendos repartidos sean suficiente elevados, en relación con el patrimonio. De este modo, se pueden conseguir dos objetivos: primero, autofinanciar suficientemente a la empresa y, segundo, retribuir adecuadamente a los accionistas.

Pero lo anterior no siempre es cierto, porque se debe tener en cuenta el apalancamiento financiero de la empresa. En caso de que el apalancamiento financiero sea muy favorable, es posible que un reparto reducido de dividendos haga bajar la rentabilidad del patrimonio. En los últimos años. Muchas empresas, como por ejemplo Endesa, incrementaron la proporción de dividendos que reparten a sus accionistas para evitar este problema. Los accionistas reaccionaron muy favorablemente a esta medida, que además ha ido acompañada de una reducción de capital; prueba de ello es la evolución de la cotización de Endesa a lo largo de los últimos años. Para evaluar la conveniencia de repartir más dividendos o menos con el fin de incrementar el valor de la empresa, **hay que considerar factores tales como los que siguen:**

a) Posibilidades de crecimiento

La autofinanciación hace que la empresa tenga unas posibilidades mayores de crecimiento y expansión.

b) Relación entre rentabilidad de la empresa y costo de oportunidad de los accionistas:

Cuando la rentabilidad del patrimonio generado por la empresa ha superado o no, la rentabilidad deseada por el accionista, para este caso la política de no repartir dividendos es la que incrementa más el valor de la empresa.

c) Necesidad de ampliar el capital:

Si la empresa se plantea repartir dividendos y posteriormente hacer ampliaciones de capital, hay que tener en cuenta el costo fiscal. En principio, es fiscalmente más barato financiarse con reservas que repartir dividendos y después ampliar el capital.

d) Impacto en el riesgo:

El endeudamiento aumenta el riesgo y reduce las utilidades porque se incurre en más gastos financieros. Por tanto, si la empresa ha de endeudarse excesivamente, puede considerar la reducción de los dividendos. También influye la posición frente al riesgo de la dirección y el consejo de administración, pues cuando más conservadores sean, menos propensos serán al reparto de dividendos. La

autofinanciación mejora la proporción de liquidez y estructura financiera, por lo cual es muy recomendable para empresas con problemas de liquidez o exceso de endeudamiento

2.4.22 Política óptima de los dividendos

Nos referidos con el nombre de dividendos a los pagos, o a las distribuciones que se hacen entre los accionistas a partir de las utilidades de una empresa, independientemente de que éstas se hayan generado en el período actual o en ejercicios anteriores. En consecuencia, la política de dividendos de una empresa se relaciona con la decisión de distribuir las utilidades entre los accionistas o retenerlas, y reinvertirlas dentro de la empresa. Recuerde que, de acuerdo con el modelo de crecimiento constante de dividendos el valor de las acciones comunes puede calcularse como $P_0 = \frac{D_0}{K - G}$

Este modelo para la valuación constante se basa en la premisa ampliamente aceptada de que el valor de una acción del capital social es igual al valor presente de todo los dividendos futuros (que se supone crecerán a una tasa constante), durante un tiempo indefinido, donde:

- P_0 = Valor de la acción común
- D_1 = Dividendo esperado por acción al final del presente año
- K = Rendimiento requerido sobre las acciones comunes
- G = Tasa de crecimiento constante de los dividendos.

Esta ecuación muestra que si la empresa decide que tenderá a incrementar el precio de las acciones. Sin embargo, si se aumenta los dividendos en efectivo, se dispondrá el precio de las acciones. De tal modo, el cambio de dividendos tiene dos efectos opuestos. La política óptima de dividendos de una empresa es la que logra el equilibrio entre los dividendos actuales y el crecimiento futuro que maximizará el precio de las acciones.

En este tema, en primer lugar examinamos aquellos factores que afectan la política óptima de dividendos y a los tipos de políticas de dividendos que generalmente son aplicados por las empresas.

2.4.23 Políticas de dividendos y valor de las acciones

¿Cómo afectan las decisiones de política de dividendos al precio de las acciones de una empresa? Los investigadores académicos han estudiado ampliamente esta cuestión durante muchos años, y aún no han llegado a conclusiones definitivas. Por una parte, existen quienes afirman que la política de dividendos es irrelevante. Porque sostienen que el valor de una empresa debe determinarse por el poder básico de generación de utilidades y el riesgo de negocio de la misma, en cuyo caso el valor dependerá únicamente de los ingresos (efectivo) producidos, y no de la manera como se deriva el ingreso entre dividendos y utilidades retenidas (es decir, el crecimiento).

Quienes apoyan esta línea de razonamiento, denominada teoría de la irrelevancia de los dividendos, sostienen que los inversionistas se preocupan únicamente por los rendimientos totales que reciben, y no por recibirlos bajo la forma de dividendos o ganancias de capital. De este modo, si la teoría de la irrelevancia de los dividendos es correcta, no existe una política óptima de dividendos, porque dicha política no afecta el valor de la empresa.

Por otra parte, es posible que los inversionistas prefieran una política de dividendos sobre otra. En caso de que así sea, se dice que la política de dividendos de la empresa es relevante. Por ejemplo, se sostiene que los inversionistas prefieren recibir dividendos "el día de hoy" porque los pagos de dividendos actuales son más ciertos que las ganancias futuras de capital que pudieran resultar de la inversión de los resultados acumulados (utilidades retenidas) en oportunidades de crecimiento, por lo tanto, Ks debería disminuir a medida que la razón de pago de dividendos aumenta.

Quienes consideran que la política de dividendos de la empresa es relevante apoyan la teoría de la relevancia de los dividendos, la cual afirma que la política de dividendos pueda afectar el valor de una empresa en virtud de las preferencias de los inversionistas.

2.4.24 El papel de la gerencia

El valor se enuncia en el presente, pero siempre se fundamenta en expectativas futuras y representa el punto de vista subjetivo de los inversionistas sobre las proyecciones de la compañía. Determinar el valor de una compañía es una actividad importante, como lo es averiguar el valor proyectado de la compañía. Sin embargo, para la gerencia, el valor no es una operación de medición, sino un ejercicio de decisión. El papel de la gerencia es crear valor para los accionistas.

Crear valor para los accionistas significa crear valor que satisfaga o supere sus expectativas de creación de valor. Como ya lo hemos visto, los inversionistas abrigan expectativas respecto del valor, que se manifiestan en la forma en que valoran las acciones de la compañía. Si los inversionistas esperan que los flujos futuros de caja de una compañía sean de US\$50 millones, la tarea de la gerencia es maximizar el valor. Si la gerencia puede superar las expectativas de los inversionistas, tanto mejor. Pero, supongamos que lo máximo que la gerencia puede hacer es producir flujo de caja del orden de US\$40 millones. En este caso, la tarea de la gerencia continúa siendo maximizar el valor, lo que significa un precio inferior de mercado cuando los inversionistas se dan cuenta de que sus expectativas superan la capacidad de la gerencia para producir resultados.

La gerencia se puede encontrar ante una situación de escasa probabilidad de superar las expectativas de los inversionistas y esto es un problema. Podemos dilucidar la cuestión por medio de una compañía real, donde las expectativas de sus inversionistas superaron la capacidad de la compañía de producir resultados aceptables.

El costo de oportunidad para el accionista y la motivación al personal

2.4.25 Expectativas del Accionista

Es necesario y de suma importancia incorporar el concepto de costo de oportunidad de los accionistas. En este concepto, el costo de oportunidad es una forma de valorar el costo que tiene para la empresa el hecho de que se financie con fondos aportados por los accionistas. Este costo está relacionado, esencialmente con los dividendos. Para calcular el costo de

oportunidad en cualquier empresa se deberá conocer la siguiente información:

- Tipo de interés mínimo que pueden obtener los accionistas sí, en lugar de invertir en la empresa, colocaran su dinero en inversiones con un nivel de riesgo cero, como por ejemplo la deuda emitida por el tesoro americano, con sus bonos. Dado que las inversiones de los accionistas en una empresa suelen tener una perspectiva a largo plazo, se considera el tipo de interés de la deuda del Estado a largo plazo (como son los bonos). Por ejemplo, sí el interés de las obligaciones del estado fuese del 6%, éste sería el tipo de interés de las inversiones sin riesgo.
- Prima de riesgo que tiene la empresa, donde se realiza la inversión. Esta prima depende, en primer lugar, de la empresa, porque en función de su estrategia financiera y comercial puede operar con mayor o menor riesgo. En segundo lugar depende del sector porque hay sectores que presentan mayor riesgo que otros. Por ejemplo, la mayoría de los sectores industriales corren más riesgos que los sectores que están regulados y protegidos por el gobierno

La prima por riesgo ¿considera la cobertura que exigirían los inversionistas para afrontar la variabilidad normal de toda actividad empresarial, según su percepción de la situación y perspectivas del entorno nacional

El riesgo del negocio se establece en función a los retornos requeridos por empresarios del sector al que pertenece la compañía. Para el riesgo país, se puede tomar como base los rendimientos que vienen pagando los bonos y las operaciones de reporte en el BVL, en comparación a las remuneraciones de mercados más estables que el peruano. También se cuenta con la opinión de especialistas para establecer los rangos de variación de los niveles de riesgo.

Análisis del sector y del mercado de la compañía

Todo negocio es parte integrante de una actividad económica que está ligada a la evolución y perspectivas de un determinado sector empresarial. Este análisis facilitará identificar las oportunidades de negocios y los riesgos que están latentes en todo tipo de actividades.

Entre los aspectos a desarrollar, preferentemente a base de la data histórica de los últimos 5 años, cabe mencionar:

Capacidad instalada Incluye el análisis de la evolución de la oferta nominal máxima del sector, por empresa y zona geográfica; ubicado la relevancia de la compañía evaluada en el conjunto sectorial nacional.

Evolución de las ventas A base de las ventas históricas del sector, por tipo de consumidores y según zonas geográficas, se debe identificar los factores determinantes de la evolución de la demanda; tratando de aproximar una explicación a la variación en la participación de cada empresa del total de las ventas sectoriales.

Precio de venta Los precios registrados en los últimos años deben ser evaluados en términos reales, tomando como base un determinado periodo para el análisis respectivo; comparándolos, en lo posible, con los precios observados en los mercados externos que sean competencia por la compañía.

Políticas de comercialización Aquí se debe tratar de identificar las facilidades que ofrecen las empresas del sector a sus clientes para promocionar las ventas. Se debe contemplar la ventaja estratégica de la compañía con respecto a la competencia.

El costo de oportunidad de los accionistas de una empresa se calculará sumando el tipo de interés de las inversiones sin riesgo y la prima de riesgo de la empresa. Por ejemplo para los instrumentos monetarios de Nueva York, los bonos del tesoro a 30 años al 03.01.12 están pagando 3.3%. El spread Over treasury (riesgo País) a la misma fecha está en 1.45% la fuente es Bloomberg. Para nuestra empresa la base de asignar un % del riesgo del negocio es compleja como empresa de productos de consumo masivo, ya que su actividad es manufactura y distribución de productos propios y de terceros. Dadas que sus ventas son estacionales, teniendo experiencias como la corriente del Niño, donde se prolongó la temporada de verano, además de afectar las carreteras a las distintas ciudades donde llegamos con nuestros productos, afectando los niveles de ventas presupuestados y por ende los niveles de rentabilidad. Es por ello, que la medida de Utilidad sobre Ventas , puede servir como medida de referencia , definitivamente hay otros criterios que nos puede ayudar

como son por ejemplo el comportamiento que han tenido la rentabilidad de otras empresas del mismo sector . Para nuestro estudio, nuestra empresa ha obtenido un promedio de los 04 últimos periodos 2008-2011) una rentabilidad del 4.48%. De acuerdo a lo expresado el costo de oportunidad sería 9.23%.

2.4.26 La fijación de incentivos con motivación al personal

La fijación de incentivos con base en el EVA que logra cada unidad se ha convertido en una potente herramienta para aumentar la motivación de los empleados y para conseguir que sus actuaciones sean similares a las que tendrían si fuesen accionistas. Sobre todo, se pretende que los empleados sean responsables de las utilidades que generan, pero también de los activos que emplean. Estos objetivos no siempre se alcanzan con los sistemas de incentivos que se basan en otros indicadores (como las ventas, las utilidades o proporciones), como los expuestos en el capítulo 2, debido a las limitaciones planteadas.

- Posibilidad de manipulación del indicador.
- Prácticas que producen efectos perversos en la empresa para manejar a corto plazo el resultado de determinado indicador.
- Dificultad en relacionar la actuación del empleado con el indicador seleccionado.

La utilización del EVA puede resolver estas limitaciones. Como ya se han analizado en capítulos anteriores la primera y segunda limitaciones, en las próximas páginas se ahondará en la tercera. En este capítulo se expone como se pueden fijar estos incentivos y las diversas consideraciones que pueden efectuarse para mejorar la contribución que este enfoque puede tener para la empresa.

2.4.27 Fijación de los incentivos

El complemento de la retribución fija con una retribución variable en una poderosa herramienta de administración que cada vez se utiliza más para mejorar el rendimiento de los empleados e incentivar a los que contribuyen más positivamente a la marcha de la organización. El porcentaje de

empresas que retribuyen con complementos variables a sus empleados se cifra en más de un 70%.

Este tipo de retribución se aplica especialmente a la alta administración y a los directivos. También es de aplicación muy extendida a los ejecutivos del sector comercial. De todas formas, la tendencia es que se generalice a todos los empleados de la empresa.

Las variables que se utilizan tradicionalmente para determinar el complemento salarial suelen ser una o varias de las siguientes:

- Cifra de ventas.
- Cifra de producción.
- Reducción de costos.
- Márgenes o utilidades.
- Rentabilidad.
- Sugerencias de los empleados.
- Mejoras en la calidad del producto.

Además de las variables anteriores también se tiende a utilizar encuestas diligenciadas por jefes, colaboradores o subordinados de los empleados que se van a incentivar. De esta forma, se intenta premiar la contribución de un empleado al mejoramiento del clima laboral y a la cooperación con sus jefes, colaboradores y subordinados.

Para cuantificar la retribución variable se suelen combinar indicadores de tipo cuantitativo con apreciaciones subjetivas de la labor del empleado, acuerdo con un estudio elaborado por Ceinsa, representa el 13% de la retribución fija, con una oscilación entre 5% y el 20%, en función de los sectores económicos. Como ejemplo concreto puede citarse a Toyota, empleados están sujetos a un sistema de retribución que tiene un importante componente variable basado en la productividad. En la actualidad, la parte variable representa, en promedio, el 40% de la retribución total.

La periodicidad del pago del complemento variable suele ser anual, aunque en algunas empresas también se efectúan pagos semestrales, trimestrales o mensuales.

Los sistemas de retribución variable más utilizados son los siguientes:

- Bonos: se trata de una cantidad fija que el empleado percibe si alcanza determinados objetivos que son fáciles de cuantificar y se fijan de antemano.
- Comisiones: es el sistema habitual que se emplea con personal de ventas. Es fácil de comprender y de calcular, ya que suele ser un porcentaje sobre la cifra de ventas.
- Participación en utilidades: consiste en un porcentaje sobre las utilidades que permite que los empleados perciban una especie de dividendos. Contribuye a que el conjunto de colaboradores comprenda la importancia de los resultados globales de la empresa.
- Acciones de la empresa: este incentivo consiste en dar acciones de la empresa a los empleados para premiar su esfuerzo.
- Opciones sobre acciones de la empresa: a través de ellas, los empleados tienen el derecho de adquirir acciones durante un período de tiempo a un precio pactado. Si el precio de las acciones sube cuando ya se ha concedido el derecho de opción, los empleados estarán interesados en ejercer la opción porque el precio de las acciones será menor que el precio de mercado. De esta forma se fomenta la vinculación del empleado con la empresa a largo plazo.
- Otros complementos: además de las anteriores, también es frecuente compensar a los empleados que alcanzan los objetivos propuestos con formación, viajes, premios, vehículo de la empresa, clubes deportivos, etc.

Es importante que el tipo de retribución variable escogida y de la forma de cuantificada sean coherentes con la estrategia y la cultura de la empresa.

Las organizaciones que utilizan sistemas de retribución variable suelen estar, en general, muy satisfechas con los resultados que produce el sistema puesto que contribuye a incentivar y motivar a los colaboradores hacia la consecución de los objetivos de la compañía.

Ahora bien, esta forma de retribución también tiene inconvenientes. En primer lugar, cabe destacar la imposibilidad de dar complementos variables

a empleados que trabajan satisfactoriamente cuando las cosas van mal y la empresa atraviesa una crisis importante.

En segundo lugar, no siempre es fácil encontrar indicadores que dependan completamente del desempeño de los empleados. Por tanto, a veces la cuantificación del complemento variable se basa en cuestiones que están alejadas de la actuación posible del empleado. Esta es una de las limitaciones que se pretende resolver con el EVA.

En tercer lugar, en algunas ocasiones determinados tipos de incentivos fomentan que los directivos tomen decisiones que a corto plazo pueden perjudicar a la empresa. Por ejemplo, si los directivos tienen opciones sobre acciones pueden fomentar decisiones como fusiones con otras empresas o que la organización recompre parte de sus propias acciones con el fin de que el precio de mercado suba de manera inmediata. De esta forma los directivos ejercitarán la opción de compra de las acciones y poco después las venderán en el mercado, obteniendo una utilidad inmediata, por la diferencia entre el precio al que han ejercitado la opción y el precio de mercado. Estas medidas pueden ser contraproducentes si no se justifican por ventajas a largo plazo para la empresa. Estas prácticas son menos frecuentes cuando los directivos son accionistas importantes de la empresa. Por ejemplo, en los casos de compras de empresas por parte de sus directivos (Management Buy Out).

Otro inconveniente de la retribución variable es que la variabilidad suele ser sólo en positivo, es decir, que nunca hay castigo. Si las cosas van bien y, por ejemplo, la empresa aumenta sus utilidades, se recibe el incentivo. En cambio, si las cosas van mal, y la empresa tiene pérdidas, por ejemplo, el único castigo suele ser ausencia de premio, ya que la retribución variable pasa a ser nula.

2.4.28 Utilización del valor económico agregado para fijar incentivos

En general, se acepta que para que las personas aumenten sus motivación y se alineen con los objetivos de la empresa es imprescindible utilizar una

política adecuada de incentivos. De esta forma, se puede conseguir que las personas cambien su comportamiento.

El EVA ofrece la ventaja de que permite relacionar los resultados de la gestión de cada directivo con el valor que se genera para el accionista. De esta forma, el EVA permite fijar incentivos que son coherentes con los empleados san retribuidos como si fueran accionistas y, por tanto, actuarán como si lo fuesen.

En muchas empresas, la fijación de incentivos basados en el EVA ha tenido un efecto similar al que ha tenido en otras la implantación de la calidad total, desde el punto de vista del aumento de la motivación y la productividad de los empleados reciban la formación suficiente para entender el funcionamiento del EVA.

El EVA puede calcularse a nivel global de la empresa, pero también puede obtenerse para cada unidad de negocio, departamento o filial. Así, el EVA global de la empresa es la suma de los EVA generados por cada una de las unidades en que se divide la organización.

Si bien es más claro el impacto que puede tener el EVA la gestión de un directivo, una retribución variable basada en el EVA puede aplicarse a cualquier empleado. De esta forma, se pretende conseguir que cada empleado actúe como si fuese un propietario.

Si se fijan incentivos basados en el EVA se anima a los empleados a:

- Mejorar el resultado que obtienen en su unidad de negocio, bien sea aumentando ingresos o reduciendo costos.
- Optimizar la administración de los activos que utilizan, incrementando su rotación para hacerlos más productivos.
- Invertir en activos que rindan por encima del costo de capital de la empresa.

Las empresas que fijan incentivos basados en el EVA suelen hacerlo con base en un porcentaje sobre el EVA generado. Para cuantificar los incentivos hay que resolver varias preguntas, para lo cual se hacen las

siguientes sugerencias para responderlas.

¿Qué relación ha de haber entre el VALOR ECONÓMICO AGREGADO (E.V.A.) y el incentivo que recibe cada empleado?

Las empresas que han implantado la fijación de incentivos basados en el EVA, como por ejemplo, Armstrong o ATT, recomiendan que los incentivos se calculen con base en un porcentaje sobre el EVA generado. Previamente se ha de haber consensuado el porcentaje y la cantidad de EVA a partir de la cual se aplica dicho porcentaje. Esta cantidad, que no ha de modificarse una vez que se haya formalizado el acuerdo, puede basarse en el presupuesto para el año en curso o en el EVA generado el año anterior.

Dado que el cálculo del EVA puede hacerse en varios niveles (departamento, fábrica, unidad de negocio, filial, grupo de empresas, etc.), la cuantificación del incentivo puede depender de uno o más de estos EVA. Por ejemplo, un empleado puede percibir un porcentaje del EVA generado en su departamento, o también puede percibir un porcentaje del EVA generado en un nivel superior (el del grupo de empresas, por ejemplo). Cuando el incentivo tiene en cuenta el valor generado globalmente en una filial o en el grupo de empresas, se fomenta el interés del empleado en que el conjunto de la organización genere más valor. Además, se favorece la cohesión entre los empleados de distintos departamentos o unidades.

De acuerdo con Drydale, el incentivo por distribuir entre los empleados suele oscilar entre el 1% y el 35% del EVA que excede a una cantidad fijada como objetivo antes de iniciar el ejercicio.

¿Tiene que haber límites a los incentivos basados en el EVA?

Muchas empresas limitan los incentivos que pagan a sus empleados, de manera que, si éstos obtienen unos resultados que superan el límite superior, el incentivo por recibir no se modifica. Esta práctica promueve que los empleados reduzcan su productividad cuando se aproximan al límite superior, lo que impide a la empresa generar toda la riqueza que podría obtener. Por este motivo, predomina el criterio de que no debe haber un

límite en cuanto al incentivo que se puede percibir. Esto garantiza que el empleado siempre esté interesado en alcanzar el máximo EVA posible, lo cual está en línea con los intereses de los accionistas. "El EVA es lo que hace que nuestros directivos actúen y tomen decisiones como si fueran accionistas"

La recomendación de que no existan límites en los incentivos también puede defenderse desde la perspectiva de que la empresa lo que le interesa es que el valor generado crezca sin límites. Los defensores de los límites argumentan que sí son excesivos podrían llegar a cantidades exorbitantes. Los defensores de que no se establezcan límites a los incentivos sindicaron que sí hay límites, como se señaló anteriormente, los empleados reducirán su productividad cuando lleguen a los objetivos marcados, con el fin de dejar para el ejercicio siguiente las mejoras que no revertirán en incentivos del año en curso.

2.4.29 La Administración en función del Valor

La exitosa administración en función del valor requiere integrar una actitud mental de hacer administración en función de valor, en la forma en que se toman decisiones. Este enfoque en la forma de decisiones comienza con la meta: hacer administración en función del valor, y utiliza criterios de desempeño financiero y no financiero para reforzar esa meta. Los criterios de desempeño deben constituir un elemento inherente tanto a procesos clave de gestión (planeación estratégica, presupuestos, elaboración de informes y plan de remuneración e incentivos), como a las decisiones tendientes a mejorar las operaciones o a realizar nuevas inversiones.

Convertir en realidad la gestión de valor en una compañía exige llegar a un acuerdo, en el sentido de que la optimización del valor represente la meta de la compañía. En este caso, la alta dirección debe elaborar una estrategia de negocios, a fin de alcanzar la meta de optimizar la creación de valor. Por tanto, la alta dirección debe de convertir la meta y la estrategia de negocios en una actitud mental en la compañía, que centre la toma de decisiones en la creación de valor. La actitud mental debe hacer parte del método con que

la compañía se evalúa a sí misma de los procesos que ésta utiliza para administrarse y de las decisiones respecto de los recursos que la compañía toma para mejorar las operaciones o para hacer nuevas inversiones.

El impulso que obliga a los empresarios e inversionistas de asumir un mayor riesgo por un negocio es muy simple: "ganar dinero". Si ello no se logra, es obvio que nuestra gestión como gerentes será cuestionada. De nada servirá tener la más alta participación de mercado, el mejor producto, el cliente más satisfecho, el proceso más eficiente o el personal mas motivado, si no hacemos que a la vez el inversionista gane dinero o que el valor de la acción que posee del negocio valga más.

Si este pensamiento es cierto en el mundo de los negocios, como estamos seguros que lo es, entonces la gestión del negocio tiene que enfocarse a este gran objetivo, la creación del valor para los accionistas. Esto implicaría que el principal indicador de nuestra gestión sea algo directamente asociado al concepto de valor económico; por ejemplo, el valor por acción, el EVA o valor económico agregado o un flujo de caja neto descontado por citar sólo algunas de las herramientas disponibles.

Sin embargo, la gestión de negocios orientada a la creación de valor es más que un mero cálculo de dichos indicadores; en realidad, el modelo se sustenta en el análisis de valor de las diferentes unidades que componen el negocio (por ejemplo productos, tipos de clientes, líneas de servicio, etc.), de manera de instrumentar una serie de acciones estratégicas que se encaminan a aumentar el valor del mismo.

Aunque lo anteriormente dicho parecería simplista, en el fondo existe una gran complejidad. La razón está dada porque las decisiones que se deben de instrumentar involucran diversas dimensiones del negocio (decisiones a nivel de mercados y clientes, productos y servicios, organización interna, procesos, tecnología y recurso humano). Dichas decisiones, como es de suponerse, deben estar estrechamente articuladas para ponerse en práctica. Definitivamente, cada una de las decisiones a instrumentar deben llevar a un resultado individual; por ejemplo, bajar un costo, mejorar la eficiencia de un

proceso, ganar más participación de mercado, etc. Pero todas ellas, al estar articuladas, deben conducirnos a la creación de valor.

La administración en función de valor creará beneficios directos e indirectos para la gerencia. El beneficio directo para la gerencia es una mayor remuneración a partir de un mayor valor de sus opciones de compra de acciones. Los beneficios de mejores tomas de decisiones también se extenderán a la gerencia en forma de remuneración por incentivos. La gerencia es remunerada por producir rentabilidad para los accionistas. Esta remuneración puede adoptar diferentes formas (dinero en efectivo, acciones, opciones de compra de acciones, etc.), pero el mejor desempeño tiene como resultado mejores oportunidades de remuneración para la gerencia.

Los empleados obtienen mayor seguridad laboral a partir de la posición competitiva y económica más fuerte de la compañía. Los empleados de las compañías donde se hace administración en función de valor tienen mayores oportunidades de desarrollo, mayores oportunidades de crecimiento, mejores salarios y, en muchos casos, la oportunidad de compartir las ganancias o utilidades a través de programas de participación en las ganancias, programadas de adquisición de acciones y otros incentivos financieros.

"Los consumidores se benefician de mejores productos y servicios porque cuanto mayor sea el valor que la compañía crea, mayor recursos puede dedicar ésta a la innovación y desarrollo de productos."⁽⁶⁾ Es probable que los clientes perciban mejores productos y servicios de la compañía bien administrada que toma decisiones en función de valor, porque los recursos de la compañía tienen un uso más eficiente y se dedican a satisfacer a los clientes. Esto también se aplica al respaldo y al servicio. La compañía sólida administrada en función del valor está mucho mejor capacitada para brindar respaldo y servicio a su línea de productos

⁶ Oriol Amat-EVA Valor Económico Agregado

que la compañía que experimenta dificultades y no tiene claridad sobre su estrategia.

"La proporción de valor que reciben los diferentes grupos varía de una compañía a otra y de una industria a otra, como lo hace la importancia relativa de quienes aportan al valor. Sin embargo, el mensaje es consistente: la creación de valor beneficia a muchos grupos en la compañía, además de los accionistas."(7)

Está definido como empresa a toda organización que logra sus objetivos colocando sus productos y/o servicios en un mercado. **Los medios que utiliza son:**

- Crear un cliente, premisa que se basa en que " La acción de un hombre de negocios transforma las necesidades en demanda efectiva" a través del mercado.
- Satisfacer necesidades existentes.
- Crear necesidades, utilizando intensivamente la publicidad.

El hombre crea al cliente y la sumatoria de estas crea el mercado

Existe una relación de reciprocidad entre empresa y sociedad:

La sociedad, como suma de individuos, brinda insumos, capital, y mano de obra. La empresa devuelve productos y/ servicios. El cliente es la base de la empresa y esta se encarga de satisfacer sus necesidades.

Objetivo de la empresa: Maximizar el valor de sus acciones

Dicho logro va a **reflejar decisiones:**

- En inversiones en proyectos
- En fuentes de financiación
- En políticas de dividendos

Donde la unidad de mercadeo tiene que ser creativo y agresivo, consiste en llevar un bien o servicio al mercado .Evita inventarios lentos u obsoletos,

⁷ AIUE,USA, The Cam-I Glossary of Activity Based Management

reduce gastos como manipuleo, seguros, etc. **reduce riesgos por variaciones de la demanda por:**

- Tamaño de mercado
- Nuevos competidores
- Situación de entorno

Campos de acción

- Control de inventarios
- Distribución de los productos
- Servicio de pre y post venta

Innovación

- Búsqueda de nuevos productos y/o servicios
- Mejoramiento de los existentes
- Oferta a precios económicos

La unidad de mercadeo alcanzan a todo tipo de empresa: Industria, Comercio, Bancos, etc.

2.4.30 El Valor de la empresa y el EVA.

Hace referencia a una estimación subjetiva del valor agregado, creado o destruido por la gerencia de la empresa en relación al aporte inicial del capital invertido en el negocio por acreedores y accionistas.

"En la última década la valoración económica ha venido a cuestionar las interpretaciones operativas derivadas de los informes contables como la razón del retorno sobre la inversión y la rentabilidad del patrimonio señalando las limitaciones de estas medidas en la toma de decisiones estratégicas."⁸

"Crear valor no solo significa generar utilidades o ver reflejado un múltiplo de éstas en el mercado, implica romper los viejos paradigmas, convertir ideas en riqueza, transformar capital en capital en desarrollo, convertir información

⁸Oriol Amat, EVA, Valor Económico Agregado

del mercado en nuevas oportunidades de inversión y crecimiento. Focalizar la visión de la empresa."⁹ Se debe reflejar un valor de consenso de las oportunidades de crecimiento y rentabilidad a valor presente, no tiene que ser igual al capital aportado.

Por lo general, el valor de mercado se utiliza para calcular un múltiplo que expresa una relación con las utilidades que se usan para comparaciones entre compañías similares.

Cabe preguntarnos ¿Quién le permitió a una empresa que tenga voluntad de crear niveles de riqueza? Hay una respuesta por demás válida, el accionista, después se puede ir desarrollándose algún tipo de grados de prelación, que no es nuestra voluntad establecerlo pero podría ser los trabajadores, proveedores, estado, etc.

"En el mundo globalizado en el que el país necesariamente tiene que embarcarse, a la par de ser más competitivos, eficientes y eficaces, se hace necesario tener nuevos parámetros o índices de evaluación de la gestión administrativo -financiera, vista desde un punto de vista global dentro de la cadena de valor del servicio prestado o del bien ofrecido por las compañías (clientes, empleados y accionistas).¹⁰

Los gerentes de hoy reciben señales contradictorias, señales que impiden a la compañía alcanzar su máximo potencial. Los altos directivos reciben estas señales contradictorias a partir de los criterios de desempeño utilizados por medio de cada uno de los procesos de gestión, como planeación estratégica, elaboración de presupuestos, presentación de informes y esquemas de remuneración. Las señales llegan como objetivos de planeación, metas presupuestales, resultados financieros mensuales y trimestrales, y metas de incentivos. Debido a que los procesos de gestión no son armónicos, estas señales se contradicen entre sí. La planeación estratégica hace hincapié en una meta u objetivo, en tanto el proceso presupuestal acentúa otra meta u

⁹ Jorge Luis Morales Salmón-Valué Based Management-Price Waterhouse-Gestión-27.09.02

¹⁰ James A. Knight- La Administración basada en el valor

objetivo. Una controversia habitual la constituye un proceso de planeación estratégica que hace énfasis en el crecimiento, en tanto el presupuesto anual se centra en los dividendos por acción. ¿Sorprende, entonces, que los gerentes estén confundidos?

Los gerentes también están confundidos por causa de prioridades disímiles. Puede suceder que, durante el presente mes, una compañía se centre en una iniciativa de calidad, que el siguiente mes lo haga en el mejoramiento de habilidades y, el próximo, en reingeniería de procesos. ¿Debemos sorprendernos de que los gerentes se muestren escépticos ante nuevas iniciativas y no entiendan cómo darles orden de prioridad?

Existe una solución a los problemas que se derivan de estas señales contradictorias y prioridades desconcertantes: asumir la actitud mental de la administración en función del valor aborda estos conflictos dando la debida prioridad a cada una de las iniciativas en el contexto de las metas de la compañía: la creación consistente de valor para el accionista. En una compañía donde se practica la administración basada en valor, la actitud mental se refleja en la forma en que se toman las decisiones, en el uso de los recursos y en la compensación que reciben los gerentes.

Y, de por sí, no obstante, la actitud mental de la administración en función del valor no es suficiente en sí misma. Para lograr el máximo valor, esa actitud mental se debe convertir en realidad, haciendo uso de ella en decisiones de primera línea sobre aspectos operativos y de inversión que los gerentes adoptan todos los días. "La administración en función del valor no significa limitarse a introducir un nuevo criterio de desempeño, como el valor económico agregado. En realidad, el valor económico agregado no es un concepto nuevo. Alfred Marshall lo definió por primera vez en 1890 en su obra *Principles of Economics*. "El valor económico agregado sencillamente significa considerar con detenimiento la forma en que usted creará valor. La administración en función del valor se inicia con la estrategia y termina en los resultados financieros. Si usted intenta hacer gestión con base en resultados financieros sin estrategia alguna, se quedará corto en la administración en

función de valor. A la inversa, si usted hace gestión en función de la estrategia y deja de producir resultados financieros, dejará de crear valor. La administración en función del valor. La administración en función del valor es el nexo entre la estrategia y los resultados financieros.

2.4.31 El precio de mercado de las acciones y la creación de valor.

La forma más habitual de medir la creación de valor para el accionista ha consistido en analizar la evolución del precio de mercado de las acciones de una empresa. Se trata de un indicador claro, fiable, y fácil de obtener, siempre que la empresa cotice en bolsa. Por otro lado, el precio de mercado tiene en cuenta toda la información disponible sobre la empresa hasta ese momento. Así, datos como el riesgo con el que opera la compañía, el valor de sus inversiones, la liquidez generada por la misma o las expectativas de futuro son considerados por el mercado cuando se establece la cotización de las acciones de una Cía. Sin embargo, la cotización de las acciones está influenciada por la evolución general de la bolsa, que a veces no tiene que ver con la gestión concreta de la empresa. Por tanto, un sistema de incentivos para los directivos que se base en la evolución de la cotización puede ser muy desmotivador cuando las acciones de la organización se hundan como consecuencia de una caída bursátil que, normalmente no tiene nada que ver con la marcha de la empresa. Otro problema inherente a este tipo de indicadores que muy pocas empresas cotizan en bolsa, por lo que su utilización está limitada a un número muy reducido de grandes empresas

2.4.32 Utilidad Neta y la creación de valor

La generación de máximas utilidades suele ser el principal objetivo de la mayoría de empresas lucrativas, por lo cual las utilidades son un indicador que mide el éxito alcanzado por las mismas. No hay duda de que éste es un concepto claro y fácil de comprender para cualquier persona. Se trata de un indicador que permite tener en cuenta la utilidad generada por cada unidad de negocio o centro de responsabilidad, ya que la utilidad neta es la suma de las utilidades generadas por cada uno de los centros de responsabilidad que componen la organización. Sin embargo, presenta algunas limitaciones. En primer lugar, es una variable fácilmente manipulable y que, además depende

de las normas contables de cada País, a pesar del esfuerzo de estandarizarlas por medio de las normas internacionales de contabilidad, porque hay que acordarse de que muchas Nics están directamente enfrentadas con las normas tributarias, por los distintos intereses que persiguen cada uno de ellos. La utilidad neta contable debe ser afectada por las propias normas tributarias para así determinar deducciones por participación a los trabajadores, impuesto a la renta y la reserva legal que es el 10% en el Perú. Un ejemplo claro es la vida útil asignada a los bienes del activo fijo, por ejemplo, un maquinaria luego de cumplir su periodo de vida útil pueda ser que todavía sea capaz de seguir generando flujos de fondos realizando una revaluación voluntaria prolongando su tiempo de servicio cargando depreciaciones a los resultados del ejercicio, obteniendo menos utilidades. Para la Sunat la revaluación no tiene ningún efecto en los Estados Financieros, obteniendo más impuestos por renta y menos dividendos que repartir a los accionistas. Resumiendo la razón de utilidad neta va a medir el crecimiento porcentual anual de las utilidades de una empresa

2.4.33 Los Dividendos y la creación de valor.

Percibidos por los accionistas permiten hacer tangible, al menos parcialmente, la riqueza generada por la empresa. Por tanto, también es un indicador claro y fácil de obtener, pero tiene algunas limitaciones que son comunes, en su mayor parte, le son aplicables a las que se han indicado para la utilidad neta. El indicador de dividendos por acción va a medir la tasa de crecimiento de la empresa por dividendos

2.5 DEFINICIONES OPERATIVAS

2.5.1 Conceptos Financieros

Las Finanzas es un equilibrio entre:

- LA LIQUIDEZ: Capacidad de pago a corto plazo.
- LA RENTABILIDAD: Capacidad de generar beneficios.
- EL RIESGO: La posibilidad de perder

OBJETIVO DE LA GESTIÓN FINANCIERA

MAXIMIZAR EL VALOR = La utilidad por acción. PARA EL ACCIONISTA = El momento de los beneficios. TENIENDO EN CUENTA = El grado de riesgo.

EVOLUCIÓN DE LAS METAS EMPRESARIALES

- MAXIMIZAR LAS UTILIDADES TOTALES.
- MAXIMIZAR LAS UTILIDADES POR ACCIÓN.
- MAXIMIZAR EL PRECIO DE MERCADO POR ACCIÓN.
- MAXIMIZAR EL VALOR DE LA EMPRESA.
- RESPONSABILIDAD SOCIAL.

TIPOS DE RIESGO EN UNA EMPRESA

El Riesgo a asumir puede ser de dos clases:

- RIESGO COMERCIAL: Entorno Comercial
- RIESGO FINANCIERO: Forma de Financiamiento.

DECISIONES DE FINANCIAMIENTO

Los dividendos se constituyen en una fuente d financiamiento interna y su política de distribución debe verse como financiamiento de la empresa.

Las necesidades de fondos están en función al ciclo de vida de la empresa.

ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS

Busca conocer el comportamiento de los elementos o partes que conforman los EE.FF. para luego tomar decisiones tendientes a mejorarlos, corregirlos o simplemente para informarse de la situación financiera de la empresa.

Este análisis puede efectuarse para cada cuenta en forma individual o a partir de las relaciones entre ellas.

ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS

Un elemento necesario e importante para el análisis financiero es el "patrón", "estándar" o "unidad" que debe determinarse previamente para evaluar y comparar.

Los más utilizados se pueden clasificar en:

- Históricos
- Estimados o predeterminados
De otras empresas o el promedio de la industria

PRINCIPALES RAZONES FINANCIERAS

Se clasifican según los estados financieros que se quiera analizar

- Ratios o Índices del Estado de Ganancias y Pérdidas
- Ratios o índices del Balance General
- Ratios o índices de estados de estados financieros diferentes

UTILIDAD DEL ANÁLISIS FINANCIERO

- Decisiones de la Gerencia.
- Impacto en los resultados Financieros.

LOS ÍNDICES FINANCIEROS

Son productos de la relación que existe entre las cuentas del Balance General y del Estado de Ganancias y Pérdidas. **Se clasifican en:**

- Índices de liquidez.
- Índices de eficiencia de operación.
- Índices de rentabilidad.
- Índices de solvencia financiera.

SECUENCIA DEL ANÁLISIS FINANCIERO

Especificar claramente cuáles son los objetivos del análisis.

Preparar los datos necesarios para llegar a las metas específicas, y normalmente requiere los cálculos de razones clave.

Análisis e interpretación de la información numérica obtenida en el paso anterior.

Formular conclusiones.

ESTRUCTURA FINANCIERA (ver gráfico no.04)

.Se sabe que al capital corriente y el capital inmovilizado, se le denomina la estructura interna de la inversión. Desde el punto de vista contable se habla de activo o patrimonio. La deuda de corto plazo y el capital permanente se le denomina estructura de financiamiento externo a nivel contable se le denomina pasivos.

A toda inversión le corresponde una fuente de financiamiento, no hay inversión sin una fuente financiamiento.

El capital corriente o inversión corriente debe estar financiado por deudas de corto plazo

El capital permanente debe financiar la inversión inmovilizada.

A MAYOR INVERSIÓN > RIESGO > POSIBILIDAD DE RENTABILIDAD

CLASES DE ANÁLISIS FINANCIERO (ver gráfico no.05)

Se analiza con el objetivo de obtener determinadas conclusiones financieras o parámetros referenciales y para ello se vale de un análisis vertical y del análisis horizontal

Análisis Horizontal: Busca determinar la variación absoluta o relativa que haya sufrido cada partida de los estados financieros en un periodo respecto a otro.

¿Qué se puede hacer?

Comparación de la información financiera de dos o más años.

Facilita el análisis de los cambios entre cada año en valores y porcentajes.

Ayuda en el análisis de las tendencias en % con relación a un año base.

Podemos ver por ejemplo si el aumento de las ventas guarda relación con el aumento de la utilidad neta.

Análisis Vertical: El capital corriente y el capital inmovilizado forma un solo grupo (estructura interna de la inversión), la empresa puede financiarse con recursos propios, con recursos ajenos o una combinación de ambos.

¿Qué se puede hacer?

Los cambios y las tendencias se podrán ver utilizando los % que representa cada cuenta del Balance General sobre el total de activos y total de pasivo y capital.

Lo mismo puede hacerse para las cuentas del Estado de ganancias y pérdidas.

Ayuda a determinar la eficiencia o ineficiencia de la empresa.

A estos dos comentarios se le denomina las NORMAS BÁSICAS DE FINANZAS, DE FINANCIAMIENTO, O DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA. Dentro del análisis financiero surge el concepto de estructura financiera.

2.5.2 Suficiencia del flujo de caja

Es la habilidad para generar suficiente efectivo para cancelar deudas, reinvertir en sus operaciones y distribuir dividendos.

Este flujo para el accionista da una medida más exacta de la liquidez que genera la empresa y que está a disposición del accionista, una vez considerado las reinversiones de activos y el efecto de las deudas. Una de las ventajas de este indicador es que fomenta que la dirección de la empresa se concentre en la generación de liquidez. Siendo un indicador muy recomendado para la valoración de una empresa, donde se puede medir los flujos de efectivo que se genera, siendo la utilidad generada por las operaciones del negocio que queda después de considerar los pagos de impuestos y participaciones, quedando por distribuir ya sea reinvirtiéndola o entregándola vía dividendos (a accionistas comunes y preferentes), la utilidad que nos interesa es la que es aquella por distribuir a los accionistas comunes, la que finalmente nos dará la utilidad por acción que era uno de los objetivos que perseguía la empresa. El estado de Flujo de efectivo muestra los fondos que autogeneró y cobró lo cual es mucho más importante, pues a la empresa le interesa no solo ganar sino también cobrar lo ganado. Una empresa subsiste en el corto plazo con la liquidez generada de sus operaciones. Algunos autores consideran que la principal ventaja del autofinanciamiento es que su costo es nulo. Sin embargo, el costo de

autofinanciamiento no puede considerarse nulo ya que existe un costo de oportunidad por parte de los accionistas y siendo la razón de existencia de la empresa es un factor que debe considerarse. La principal ventaja del autofinanciamiento es que la empresa dispone de una cantidad de fondos los cuales pueden ser invertidos a voluntad sin preocuparse por un periodo de devolución de los mismos (como en el caso de la deuda). La principal desventaja está referida a que la empresa no puede obtener fondos. De esta fuente en el momento que lo desee, es decir está supeditada que la Cia. obtenga utilidades y que se decida que éstas sean reinvertidas.

2.5.3 Tasa de retorno de capital accionario.

Esta razón financiera mide las utilidades por unidad monetaria de inversión de los accionistas en la firma, descontando los impuestos y participaciones. Entre las ventajas de dicho indicador está en que es claro, fácil de obtener y poco influenciado por la mercados bursátiles.

Por otro lado es un indicador que puede ser comparado con el costo de oportunidad, de los accionistas y tiene en cuenta el costo de endeudamiento. Permite que se valoren positivamente aquellas inversiones cuya rentabilidad supere el costo de oportunidad de los accionistas. Por tanto anima a los directivos a que piensen y actúen como accionistas. Pero esta razón contiene en su numerador a la utilidad neta, explicando en párrafos anteriores sus limitaciones.

2.5.4 Rendimiento del negocio

El análisis debe descomponerse en 02 ratios:

Este ratio puede ser observado en cuanto a la incidencia que se tiene como una política de precios (Margen) donde se dice que es una expresión de rentabilidad de corto plazo. De otro lado el rendimiento del negocio también puede ser observado en la política de mercado (rotación de activos) que se ha seguido ubicándola como una rentabilidad de largo plazo.

La interpretación que le doy es, que el responsable de las finanzas de una empresa tiene a su cargo un monto de inversiones o utilización activos

donde gestiona para obtener utilidades creando valor para el accionista y la empresa. Donde la formación de dichos resultados se observa en el grafico no. 06:

En el ratio del margen va a medir la eficiencia de la administración en haber generado más Ventas, a fin de maximizar esta rentabilidad se puede:

Incrementar el precio o incrementar el volumen vendido en mayor proporción que sus costos y gastos relacionados. **Para ello se puede:**

- Diferenciar el producto
- Segmentar el mercado
- Minimizar los costos y gastos con un apalancamiento operativo equilibrado (de producción, ventas, administrativos, financieros, diversos, extraordinarios, etc.).
- Para ello se puede: hacer innovación tecnológica que permita tener costos menores.
- Análisis de la cadena de valor a fin de determinar las debilidades de la empresa y tomar las medidas correctivas del caso que permitan disminuir los costos.

Hay un principio general en el medio financiero y del cual la empresa Chupetes s.a. está inmersa "un alto o bajo nivel de apalancamiento significa un aumento o disminución en las utilidades y el riesgo". Como se sabe se maneja 03 niveles de apalancamiento operativo, financiero y el total.

En este sentido el apalancamiento es un medio por el cual el responsable de las finanzas de la empresa puede relacionar **dos factores, tales como:**

- Riesgo
- Rentabilidad

2.5.5 Costo de capital.

En términos estrictamente financieros si una empresa no genera valor para los accionistas, es decir, no obtiene rendimientos superiores al costo del capital, no está cumpliendo su razón de ser. La verificación de este enunciado requiere unos cálculos matemáticos que consisten en la

diferencia entre los indicadores de rentabilidad patrimonial y el costo de capital, indicador gerencial que debe ser incluido en todos los informes financieros como nota complementaria indicando la metodología utilizando para conocimiento de los interesados.

El costo de capital es un concepto financiero extremadamente importante, pues actúa como el vínculo principal entre las decisiones de inversión a largo plazo de la empresa y la riqueza de los propietarios determinada por los inversionistas del mercado. De hecho, es el "número mágico" que se emplea para decidir si una inversión corporativa propuesta de luego, sólo se recomendarán las inversiones que puedan incrementar el precio de las acciones " $VPN(\text{al costo de capital}) > S/. 0$ o $TIR > \text{costo del capital}$ ". Debido a su función fundamental en la toma de decisiones financieras, la importancia del costo de capital no puede sobrestimarse.

El costo de capital es la tasa de rendimiento que una empresa debe obtener sobre sus inversiones en proyectos, para mantener el valor de sus acciones en el mercado. También puede concebirse como la tasa de rendimiento que requieren los proveedores de capital del mercado para atraer sus fondos a la empresa, si el riesgo se mantiene constante, los proyectos que tiene una tasa de rendimiento superior al costo de capital aumentarán el valor de la empresa y los proyectos con una tasa de rendimiento inferior al costo de capital reducirán el valor de la empresa.

El costo de capital es un tema sumamente importante en finanzas. Principalmente podemos hacer ver tres razones del porque debemos dedicarle especial atención a este tema.

Las decisiones de presupuesto de capital dependen en gran medida de la estimación que se haga del costo de capital; la estructura financiera de la empresa puede afectar el nivel de riesgo de la empresa así como sus corrientes futuras de ingresos, y por ende, su valor de mercado permite decidir entre variadas alternativas tales como arrendamiento o compra; precio de mercado de las acciones comunes; reembolso (recompra) de bonos; política de capital de trabajo (aumento o disminución).

Entendemos como costo de capital a la tasa de rentabilidad que debe ganarse para que el valor de la empresa y el precio de mercado de las acciones comunes no disminuyan. Podemos visualizar al costo de capital como un promedio ponderado de los costos de las distintas fuentes de financiamiento utilizadas por la empresa. Como podremos recordar, la rentabilidad de un activo o (empresa) depende del cual sea su estructura financiera (apalancamiento), su nivel de riesgo y sí hay o no impuestos. Principalmente el tema de la estructura de financiamiento toma relevancia en un mundo como impuestos pues de esta manera podemos hacer uso del beneficio fiscal que esta trae aparejada, producto de que el servicio por este concepto (intereses) puede deducirse de impuestos y de esta forma aumentar la corriente de ingresos futuros de la compañía. Por lo tanto debemos considerar este punto al momento de determinar el costo de capital de la empresa. Además el nivel de riesgo que posea una empresa afectará la rentabilidad marginal de éste producto de que, como ya se ha expuesto los inversionistas estarán dispuestos a tomar una mayor cantidad de riesgo si se les ofrece compensación por hacerlo. Por esta razón es lógico suponer que a medida que el riesgo de una empresa aumente, la tasa que exigirá el mercado también será mayor.

El costo de capital se calcula con respecto a un momento específico y proyecta el costo futuro promedio esperado de los fondos a largo plazo, con base en la mejor información disponible. Aunque las empresas obtienen fondos en sumas globales, el costo de capital debe reflejar la relación entre las actividades de financiamiento. Por ejemplo, si en este momento una empresa reúne fondos por el medio del endeudamiento, es probable que la próxima vez deba utilizar alguna forma de capital contable, como las acciones comunes. La mayoría de las empresas mantienen una mezcla óptima deliberada de financiamiento por medio del endeudamiento y el capital contable. Esta combinación se denomina comúnmente una estructura de capital neta. Basta decir aquí que aunque las empresas obtienen dinero en sumas globales, tienden hacia cierta mezcla de financiamiento deseada.

Para captar la relación entre las actividades de financiamiento, si se supone la presencia de una estructura de capital neta, es necesario analizar el costo general de capital más que el costo de la fuente específica de fondos utilizada para financiar un gasto específico

Como ya se ha dicho las empresas necesita obtener financiación interna o externa. Mientras que la financiación, proviene de los recursos generados por la empresa, es decir, de las utilidades no distribuidas, la financiación externa se obtiene mediante los accionistas, acreedores, y entidades de crédito.

En lo que respecta a la deuda, para valorar qué tipos de financiación hay que utilizar conviene evaluar las siguientes características de cada una de **las alternativas posibles**: a).-**Costo de la financiación**: intereses, comisiones, dividendos, etc. b).-**Plazos**: en que hay que devolver la financiación obtenida.

Estos plazos han de corresponder con las posibilidades que tiene la empresa de generar los fondos precisos que garanticen la devolución del principal y el pago de los intereses correspondiente.

Para valorarlas debidamente, hay que analizar el impacto de las diferentes fuentes de financiamiento en la utilidad de la empresa, desde la perspectiva de los accionistas.

De hecho la política de endeudamiento, o la decisión de la proporción entre deuda y recursos, depende, por encima de todo, del costo o cargas financieras y del aumento del riesgo que supone un aumento del endeudamiento, porque hace variar el equilibrio riesgo-rentabilidad-liquidez. La estructura óptima de financiación será la que genere un mínimo costo de capital, con un riesgo aceptable, y consiga un valor máximo de la empresa en el mercado.

La proporción entre los fondos propios y las deudas, mantenida en el pasivo, tiene mucho que ver con la independencia financiera de la empresa. Así, cuanto menor sea el peso de los fondos propios, menos independencia financiera tendrá la empresa, en relación con los acreedores y entidades de

crédito. En cambio, una empresa que desee autonomía o independencia total en relación con sus acreedores tendrá que financiarse, exclusivamente, con fondos aportados por los accionistas o mediante la autofinanciación.

Esta opción tiene diversos inconvenientes, entre **los que se destacan**:

- a).- El esfuerzo que se pide a los accionistas, que además, no dispondrán siempre de los recursos suficientes para financiar totalmente a la empresa.
- b),. Las restricciones para el crecimiento de la empresa, en caso de que no se disponga de fondos suficientes para financiarlo.
- c).-El no aprovechar que el costo de la deuda es un gasto deducible de impuestos.
- d).-Encarecer el costo de pasivo, cuando el costo de la deuda es menor que el costo de la financiación aportada por los accionistas.

2.5.6 Costo de oportunidad

Toda financiación, incluido el capital social aportado por los accionistas o la autofinanciación, tiene un costo. Precisamente, uno de los objetivos que debe alcanzar la política financiera de la empresa es que el costo medio de todas las fuentes de financiación sea lo más reducido posible.

Este costo medio se denomina costo de capital y se obtiene con base en la media ponderada del costo de todos los elementos del capital de la empresa. El costo del patrimonio (K_p) es aquel costo de oportunidad que los accionistas están soportados por el hecho de decidirse a invertir en la empresa. También se puede contemplar como la rentabilidad que los accionistas desean obtener de su inversión en el capital de la empresa.

Cuando una empresa hace una ampliación de capital, por ejemplo, ha de intentar convencer a los posibles inversores de que la rentabilidad de su inversión será adecuada. Esto quiere decir que los directivos de la empresa que emite las acciones tendrán que valorar el uso que harán de los capitales captados, en el sentido de que la rentabilidad de estos fondos ha de ser suficiente para retribuir a los accionistas, por medio de dividendos o aumento

del valor de las acciones, tal y como ellos esperan. En definitiva, los accionistas no aportan dinero a la empresa a costo cero.

La forma más simple de saber cuál es el costo del patrimonio es preguntar a los accionistas mayoritarios cuál es la rentabilidad mínima que les gustaría obtener de su participación en la empresa. Otra de estimar ese dato es partir de la rentabilidad que ofrece la deuda pública y añadir una prima por riesgo, en función del sector en el que trabaja la empresa.

El costo de la deuda es más fácil de calcular, gracias a que está instrumentalizada en contratos entre los prestamistas y la empresa. En estos contratos, todas las especificaciones pertinentes se estipulan sobre el monto del préstamo, las condiciones de retorno y el pago de intereses.

De todas formas, hay que hacer dos consideraciones en la relación con el costo de la deuda:

La primera es que los intereses de la deuda son deducibles de impuestos. Por tanto, el costo de la deuda (K_d), debe reducirse con el ahorro de impuestos que genera, en el caso de que la empresa obtenga y, por tanto, pague menos impuestos sobre utilidades como consecuencia de los gastos financieros producidos:

$K_d \text{ después de impuestos} = K_d \text{ antes de impuestos} \times (1 - t)$

En la fórmula anterior, t es la tasa de impuestos de utilidades. Por ejemplo, si un préstamo tiene un costo antes de impuestos del 10% anual y el impuesto sobre las utilidades es del 35%, el costo de la deuda después de impuestos será:

$K_d \text{ después de impuestos} = 10\%(1 - 0,35) = 6,5\%$

La segunda consideración es que el costo de la deuda se ha de tratar de forma marginal, cuando se utiliza para evaluar inversiones. Es decir, se ha de suponer que si la empresa hace nuevas inversiones, tendrá que aumentar la financiación. Por tanto, el costo de la deuda se referirá a la nueva deuda, que la empresa tenga que utilizar.

El costo de capital obtenido de esta forma es el que ha de minimizar la dirección financiera. Para alcanzar este objetivo, habrá que comprar en cada

momento el costo de cada fuente de endeudamiento con el costo del patrimonio. Así pues, la proporción escogida entre capital y deuda ha de conseguir, entre otros objetivos, que el costo de capital sea mínimo.

2.5.7 Apalancamiento y generación de valor.

El apalancamiento (en inglés, leverage) consiste en valerse de la deuda para financiar a la empresa. Independientemente del monto de la deuda que tenga una empresa y de su capacidad de pago, hay que analizar el efecto que tiene la deuda sobre la rentabilidad y sobre la generación de valor, desde la perspectiva de los accionistas. En este apartado se tratará de demostrar que esta práctica puede ser un generador de valor, en algunos casos, y un destructor de valor, en otros.

2.5.8 ¿Qué son los Swaps?

Dentro de los contratos financieros derivados, se encuentran una subcategoría denominada swaps o permutas financieras. El término “swap” es un vocablo inglés que implica el cambio de un objeto por otro; al ser empleado en el ámbito financiero implica un contrato entre dos partes, las contrapartes, en el que cada una adquiere derechos y contrae obligaciones en un intercambio de una secuencia de flujos de caja futuros.

Se denomina swap a un contrato financiero entre dos partes que acuerdan intercambiar flujos de caja en el futuro.

Se trata de contratos hechos a la medida es decir, con el objetivo de satisfacer necesidades específicas de quienes firman dichos contratos.

Dichos contratos no se transan en bolsas organizadas, es decir los denominados Over the counter (OTC) es un mercado no regulado, un mercado extrabursátil.

Se negocia instrumentos financieros (acciones, bonos, materias primas, swaps o derivados) directamente entre dos partes.

Este tipo de negociación se realiza fuera del ámbito de los mercados organizados.

Un contrato OTC es un contrato bilateral en el cual las dos partes se ponen de acuerdo sobre las modalidades de liquidación del instrumento.

Respecto a su configuración, los contratos de swaps contienen especificaciones sobre las monedas en que se harán los intercambios de flujos, las tasas de interés aplicables, así como una definición de las fechas en las que se hará cada intercambio.

El tipo de swap más común es el de las tasas de interés, mediante el cual se intercambian flujos de interés en una misma moneda en ciertas fechas previamente convenidas: Una parte paga flujos de interés aplicando una tasa de interés fija sobre monto del principal pactado y recibe los flujos de interés aplicando una tasa fluctuante sobre ese mismo monto del principal pactado.

La contraparte recibe los intereses calculados de acuerdo a la tasa fija y paga los intereses a la tasa fluctuante, sobre el mismo monto y en las mismas fechas. Típicamente, este tipo de swap se utiliza para transformar flujos de caja a tasa fija en flujos de caja a tasa fluctuante o viceversa.

Los swaps, en cualquiera de sus denominaciones, no son instrumentos de financiación como lo puede ser un bono o un préstamo sindicado; son, por el contrario aquellas herramientas financieras que permiten modificar las características (plazo, moneda, periodicidad, tasa de interés) de las obligaciones financieras de una empresa.

Una organización empresarial u otra, o una persona ,está expuesta al riesgo cambiario de tasa de interés esencialmente de las manera siguiente :

Por el sólo hecho de haber tomado deuda con tasa variable, cualquiera que sea la tasa de referencia utilizada (por ejemplo el famoso LIBOR), sobre la cual se aplica un margen; esa tasa de referencia puede aumentar los intereses a pagar. Muchas veces la tasa variable está expresada de manera explícita pero también puede estarlo de manera menos directa en muchos préstamos, a través de una cláusula del contrato, que permite al banco aumentarla tasa de interés inicial- lo que suele hacer cuando los intereses

que el mismo pagan “aumentan”. Todos hemos oído hablar de situaciones en que aumentaron brutalmente los intereses de los créditos hipotecarios por ejemplo, en Inglaterra (uno de sus problemas en 1,992) o en los EEUU (uno de los factores que más afectó a los créditos “subprime”).

A una empresa, el alza de las tasas de intereses puede hacerle el pago de su deuda insostenible, es un riesgo que pone muy atemorizante y/o incierto a los proyectos de inversión, y sobre todo a la generación de riqueza creada indicador medido a través del Valor Económico Agregado, donde durante varios años no se percibe ingresos y cuya construcción puede demorar, y lo mismo pasa con la deuda de los países (deuda soberana).

Como vemos, en este tipo de riesgo, como en el cambiario, uno puede estar "descalzado". Es muy frecuente para las entidades financieras, que muchas veces prestan en promedio a plazos más largos que los de sus deudas y depósitos para tener mejores márgenes. Pero también les puede pasar a empresas y personas, que tienen a la vez deudas y depósitos; el riesgo se presenta muchas veces tanto por el activo como por el pasivo, no siempre de manera pura en un solo sentido.

A continuación se mostrará un ejemplo práctico de un contrato swap de tasa de interés. Como se sabe un contrato Swap de tipo o tasa de interés es un contrato en que las partes que intervienen en el mismo acuerdan durante un período de tiempo pactado un intercambio mutuo de pagos periódicos de intereses establecidos en una misma moneda y calculados sobre un principal o notional, pero con tasas de interés distintas de intereses establecidos en una misma moneda y calculados sobre un principal o notional, pero con tasas de interés distintas.

Uno de los casos es que una parte pague o reciba un interés variable o flotante que suele ser el EURIBOR o el LIBOR, mientras la otra parte reciba o pague una tasa de interés fija, este caso de Swap se le conoce variable-fijo o en su otra variante fijo-variable.

Ahora veamos cómo se obtiene el valor de un Swap, valor con el cual se registrará en la contabilidad, para lo cual usaremos el siguiente ejemplo básico donde dos empresas celebran un contrato consistente en el intercambio temporal de deudas contraídas en la misma moneda, una empresa con tasa de interés variable y la otra con tasa fija con la intención de reducir su costo financiero.

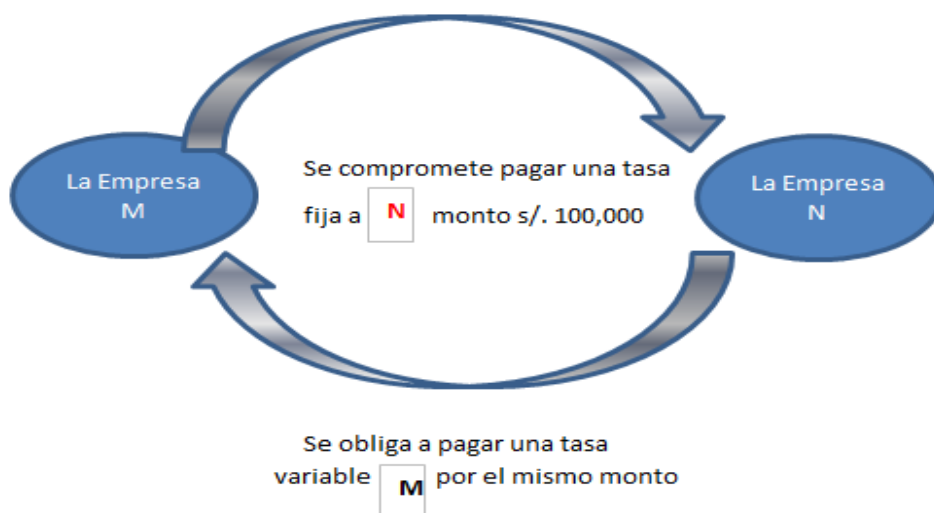
La empresa M tiene una deuda en dólares a una tasa fija del 20% y prevee que la tasa de mercado fija se va a reducir en los próximos meses esta empresa desea llevar a cabo un contrato swap con la empresa N para sustituir su tasa fija por una tasa variable y de esta manera reducir su costo financiero.

Las condiciones del Swap que tomó fueron las siguientes:

1. Paga una tasa fija anual de 8%.
2. Cobra una tasa variable LIBOR de 7.40% primer semestre y el 8.20 % el segundo semestre
3. El nocional es de \$100,000
4. Vencimiento durante un año.
5. Los intereses se pagan y reciben en forma semestral.

Se solicita determinar el valor del Swap para cada año que se encuentre vigente.

A continuación se presenta con un gráfico la operación swap a llevarse a cabo:



Primer Semestre:

La empresa M se comprometió pagar a la empresa N una tasa fija del 8% de s/. 100,000 = s/. 8,000

La empresa N paga a la empresa M los s/. 100,000 a una tasa variable libor del 7.40% = s/. 7,400

La empresa M tiene que pagar a la empresa N s/. 600

Segundo Semestre:

La empresa M se comprometió pagar a la empresa N una tasa fija del 8% de s/. 100,000 = s/. 8,000

La empresa N paga a la empresa M los s/. 100,000 a una tasa variable libor del 8.20% = s/. 8,200

La empresa N tiene que pagar a la empresa M s/. 200

2.5.9 Accionista: Propietario de acciones cuya responsabilidad y derechos se limitan al número de acciones que posea

2.5.10 Activo: Es un recurso controlado por la empresa como resultado de hechos pasados, del cual la empresa espera obtener, en el futuro, beneficios económicos.

2.5.11 Apalancamiento: Grado de endeudamiento de la Empresa. Considera los créditos con intereses. Permite visualizar nivel de riesgo por financiamiento.

2.5.12 Estado de situación financiera: Estado financiero de una empresa que permite conocer la situación general de los negocios en un momento determinado y que coincide también con una fecha determinada.

2.5.13 Flujo de caja: Representa disponibilidad de caja generada por ventas para pagar obligaciones.

2.5.14 Derivados: Son instrumentos financieros , generalmente contratos , que estipulan que las partes se comprometen a comprar o vender en una

fecha futura un determinado activo, pudiendo ser estos bienes físicos (commodities), monedas u otros instrumentos financieros , a un valor que se fija en el momento de la negociación

2.5.15 Estados Financieros: Un juego completo de estados financieros incluye los siguientes reportes:

- Un estado de situación financiera al final del periodo
- Un estado integral de resultados para el periodo
- Estado de cambios en el patrimonio para el periodo
- Estado de flujo de efectivo para el periodo
- Notas en las que se incluirá un resumen de las políticas contables mas significativas y otra información explicativa
- Un estado de situación financiera al comienzo del periodo comparativo más antiguo cuando la entidad aplica una política contable retrospectivamente o efectúa una re-expresión de partidas en sus estados financieros o cuando reclasifica partidas en sus estados financieros.

2.5.16 Pasivo: Es una obligación presente de la empresa ,surgida a raíz de hechos pasados ,al vencimiento del cual y para pagarla , la empresa espera desprenderse de recursos que incorporan beneficios económicos (es decir de un activo)

2.5.17 Patrimonio: Es la parte residual en los activos de la empresa , una vez deducidos todos sus pasivos.

2.5.18 Costos estratégicos: Los costos se utilizan para desarrollar estrategias superiores y/o diferenciadas con el objeto de alcanzar ventajas competitivas que se puedan mantener y que la gerencia se apoye en forma relevante para el logro de sus objetivos

2.5.19 Modelo CAPM

El modelo de valoración de activos financieros o Capital asset pricing model (CAPM) fue un modelo introducido por Jack L. Treynor, William

Sharpe, John Litner y Jan Mossin independientemente, basado en trabajos anteriores de Harry Markowitz sobre la diversificación y la Teoría Moderna de Portfolio. Sharpe, profesor de la Universidad de Stanford recibió el Premio Nobel de Economía (en conjunto con Harry Markowitz y Merton Miller, profesor de University of Chicago Booth School of Business) por su contribución al campo de la economía financiera.

El riesgo dentro de un portafolio incluye el riesgo sistemático, conocido también como riesgo no diversificable. Este riesgo se refiere al riesgo al que están expuestos todos los activos en un mercado. Por el contrario, el riesgo diversificable es aquel intrínseco a cada activo individual. El riesgo diversificable se puede disminuir agregando activos al portafolio que se mitiguen unos a otros, o sea diversificando el portafolio. Sin embargo, el riesgo sistemático no puede ser disminuido.

Por lo tanto, un inversor racional no debería tomar ningún riesgo que sea diversificable, pues solamente el riesgo no diversificable es recompensado en el alcance de este modelo. Por lo tanto, la tasa de retorno requerida para un determinado activo, debe estar vinculada con la contribución que hace ese activo al riesgo general de un determinado portafolio.

Suposiciones de CAPM

El modelo asume varios aspectos sobre inversores y mercados:

1. Los individuos son aversos al riesgo, y maximizan la utilidad de su riqueza en el próximo período. Es un modelo plurianual.
2. Los individuos no pueden afectar los precios, y tienen expectativas homogéneas respecto a las varianzas-covarianzas y acerca de los retornos esperados de los activos.
3. El retorno de los activos, se distribuye de manera normal. Explicando el retorno con la esperanza matemática y el riesgo con la desviación estándar.
4. Existe un activo libre de riesgo, al cual los individuos pueden prestar y/o endeudarse en cantidades ilimitadas. El mercado de activos es perfecto. La información es gratis y está disponible en forma instantánea para todos los individuos.
5. La oferta de activos es fija.

Inconvenientes de CAPM

- El modelo no explica adecuadamente la variación en los retornos de los títulos valores. Estudios empíricos muestran que activos con bajos betas pueden ofrecer retornos más altos de los que el modelo sugiere.
- El modelo asume que todos los inversores tienen acceso a la misma información, y se ponen de acuerdo sobre el riesgo y el retorno esperado para todos los activos.
- El portafolio del mercado consiste de todos los activos en todos los mercados, donde cada activo es ponderado por su capitalización de mercado. Esto asume que los inversores no tienen preferencias entre mercados y activos, y que escogen activos solamente en función de su perfil de riesgo-retorno.

CAPITULO III

METODOLOGÍA

3.0 Hipótesis

3.1 Hipótesis General

"Las tasas variables de interés distorsionan el indicador financiero Valor Económico Agregado de las medianas empresas productoras y comercializadoras de golosinas"

3.2 Hipótesis Específicas

3.2.1 Hipótesis Específica 1

"La aplicación de los ratios financieros tradicionales son insuficientes para medir eficientemente el Valor Económico Agregado"

3.2.2 Hipótesis Específica 2

"El costo de capital del accionista afecta al indicador financiero Valor Económico Agregado"

3.2.3 Hipótesis Específica 3

"Las fluctuaciones de las tasas de interés distorsionan al indicador financiero Valor Económico Agregado"

3.3 Operacionalizacion

Para demostrar estas hipótesis, la operacionalizamos, obteniéndose las variables y los indicadores que a continuación se indican:

3.3.1 Hipótesis Específica 1

Variable Independiente

Ratios financieros tradicionales

Variable Dependiente

Indicador financiero del Valor Económico Agregado.

Indicador

Ratios aplicados en los estados financieros

El plan estratégico de negocios

3.3.2 Hipótesis Específica 2

Variable Independiente

Costo de capital del accionista.

Variable Dependiente

Indicador financiero del Valor Económico Agregado.

Indicador

El índice de rentabilidad del Valor Económico Agregado

Estados financieros

3.3.3 Hipótesis Específica 3

Variable Independiente

Tasas de interés variable.

Variable Dependiente

Indicador financiero del Valor Económico

Indicador

Contrato de deuda con operaciones de tasas de interés variables

Niveles de eficiencia de creación de valor

3.4. Tipo y Diseño de la Investigación

El presente trabajo de investigación tiene un diseño no experimental donde se va observar hechos tal como se dan en su contexto natural, para después analizarlos

Los datos obtenidos en el ámbito muestral serán de acuerdo al método deductivo y serán clasificados de acuerdo a su requerimiento; toda la información relevante será codificada.

Durante el proceso de investigación, aplicaremos los métodos que a continuación se indican:

3.4.1 Generales

Dentro de estos métodos, aplicaremos el comparativo e histórico.

El primero, para explicar la correlación existente entre las fluctuaciones de las tasas de interés variables y la distorsión del valor generado, y el segundo, para fundamentar las causas y consecuencias del problema del valor generado distorsionado, afectado por aplicar tradicionalmente los indicadores de desempeño.

3.4.2 Específicas

Aplicaremos el método de matematización para determinar la magnitud de la distorsión del valor generado, asimismo la inducción –deducción para generalizar los resultados a partir de hechos generales y particulares respectivamente.

3.5. Unidad de análisis

Las empresas de consumo masivo pertenecientes al sector de golosinas en el rubro de chupetes que estén expuestas a las fluctuaciones de las tasas de interés variables por deudas contraídas son objeto de esta investigación.

3.6 Población de estudio

Estará constituida por la empresas distribuidoras e industriales de consumo masivo en el sector de golosinas en el rubro de chupetes clasificadas como medianas empresas con ubicación geográfica en el departamento de Lima durante los años 2,010 , 2,011 y 2.012 que estén expuestas a las fluctuaciones de las tasas de interés variables por deudas contraídas.

3.7 Tamaño de la muestra

Para selección de mi estudio, se tomará a la empresa Chupetes S.A. empresa mediana de consumo masivo ,representativa de su sector ,siendo su principal giro del negocio la fabricación, comercialización y distribución de productos de golosinas en el rubro de chupetes . Para tal el efecto, se aplicará la técnica estadística de asociación y correlación.

3.8 Selección de la muestra

El procedimiento usado para seleccionar la muestra es no probabilística. Se ha seleccionado a la empresa Chupetes SA que es representativa del sector en el consumo en chupetes

3.9 Técnica de Recolección de datos

3.91. Tratamiento de datos

Los informes, documentos, estudios de las empresa de alimentos y/o confitería Chupetes S.A. son cuantitativos y cualitativos expresado a través de los índices y comparaciones, estos datos una vez recolectados para la investigación, se seleccionan de acuerdo a las prioridades del estudio.

La Información básica de los EE.F.F. de la empresa de alimentos y/o confitería Chupetes S.A., se recopilará con las siguientes técnicas :

3.9.1.1 Fichas

Se utilizó para registrar los datos obtenidos de las diversas obras consultadas en los instrumentos llamados fichas, las cuales fueron debidamente elaboradas y ordenadas donde contienen la mayor parte de la información.

3.9.1.2 Encuestas

La presente investigación tiene como objetivo obtener información de la muestra representativa de la población total.

Con dichas encuestas se recolectó algunos datos sobre lo que piensan o conocen los responsables y/o ejecutivos en el área financiera (ver anexo 06)

3.9.1.3 Se utilizó las siguientes técnicas

<u>Técnica</u>	<u>Registro</u>	<u>Instrumento</u>
I) Entrevista	libreta de campo	Cuestionario cerrado
* Director Corporativo de la empresa de Chupetes S.A.		
* Asesor del departamento de control financiero de la empresa de Chupetes .		

II) Textos de consultas libreta de campo Fichas estadísticas

- * La gerencia en el Perú en el siglo XXI de Alejandro Indacochea
- * Valoración de empresas de Adserá Xavier-Pere Vínolas
- * The quest for valué, The EVA Management Guide de Stewart, B.
- * EVA Valor Económico Agregado De Oriol Amat

III) Boletines libreta de campo Fichas de revistas

- * De Sup. Inte.Mercado Valores
- * De la Cámara de Comercio
- * De la Sociedad Nacional de Industrias
- * Deloitte & Touche
- * UPC
- * World Investment Report 1996.
- * United Nations
- * Fortune,1991
- * Banco Central de Reserva

CAPITULO IV

RESULTADOS Y DISCUSIÓN

4.1 Análisis, interpretación y discusión de resultados

En el análisis de datos, se establecerá comparaciones, análisis y una síntesis final.

Se analizará los datos de la siguiente manera:

Los datos cogidos de las observaciones efectuadas estableciendo un análisis.

Datos obtenidos de estudios e investigaciones previas a éstas, estableciendo una síntesis que percibimos negativamente sus efectos de dicha problemática en la empresa de Chupetes S.A., en consecuencia los resultados tendrán el mismo rasgo y la hipótesis será de fácil probación.

Para el efecto, se aplicará la técnica estadística de asociación y correlación.

Toda investigación tiene que demostrar las causas y consecuencias del problema u objeto de estudio, o precisar con rigurosidad las propiedades, atributos, características; para ello en mi trabajo de investigación se va a determinar la relación entre variables y los factores que originan el problema. Para lograrlo, aplicamos las técnicas estadísticas que miden la magnitud de la asociación o relación entre variables, conocidas como con el nombre de coeficiente de asociación y correlación.

El análisis de la información documental, está orientada aprobar la hipótesis, para lo cual ordenaremos ,clasificaremos y presentaremos los resultados de la investigación en cuadro estadísticos ,en gráficos elaborados y

sistematizados a base de técnicas estadísticas con el propósito de hacerlos comprensibles.

Durante el proceso de análisis descompondrán los elementos que forman parte de la estructura del problema, la descomposición se realizará en función de los indicadores de cada variable, cuyos valores son susceptibles del análisis respectivo.

Se considerará a la hipótesis como punto de referencia para el análisis e interpretación de resultados.

Se orientará el análisis y la interpretación de datos en un estructurado cruzamiento de datos que estarán orientados al logro de los objetivos generales y específicos de la investigación.

Se separarán los datos de acuerdo a las técnicas utilizadas para su obtención, luego se realizará la síntesis de los resultados que permitirá explicar el fenómeno de la investigación.

4.1.1 Información General de la empresa Chupetes SAC

Objeto del Negocio

El objeto de la Compañía es dedicarse a la comercialización de productos de consumo masivo y fabricación de golosinas, chicles y caramelos para el mercado nacional y extranjero. El plazo de duración de la sociedad es indefinido.

Año 1990 Se inician las operaciones de ventas y distribución en Perú (Consorcio de comercio internacional 100% capitales peruanos) Noviembre de 1994 CCI del Perú y el Grupo Multinacional Confites, su proveedor principal, se asocian con la finalidad de fortalecer la operación comercial .Se crea así la empresa Chicle S.A para las operaciones de comercialización y se inicia simultáneamente la operación industrial de confitería a través de la empresa Chupetes S.A.

Año 1998 Chupetes S.A. (productora) absorbe a Chicles S.A. (distribuidora) lo cual permitió la operación y generar sinergias.

Actualmente, Chupetes S.A. está conformada por 425 personas, de las cuales 245 participan en el proceso comercial y 180 en el proceso industrial

Llegamos a 35.000 puntos de venta a nivel nacional, con un estilo congruente con la Misión.

Contamos con cuatro oficinas regionales en las principales ciudades del país, las cuales funcionan como centros de almacenamiento, ventas y distribución.

La organización comercial está estructurada por Canales de Distribución (Mayoristas, Autoservicios, Detallistas).

En Lima el Canal Detallista (Horizontal) está conformado por 6 territorios con un equipo de 56 vendedores.

Información Financiera

1).- Ratios Financieros de las cuatro empresas de alimentos y/o confitería que corresponden al primer trimestre 2,012(ver anexo 08)

2).- Información Financiera de la Empresa CHUPETES S.A (ver anexo 09)

Capital Social

El Capital está representado por 3.065.741 acciones con un valor nominal de un nuevo sol cada una, autorizadas, suscritas y pagadas, de las cuales 451.890 acciones son de propiedad de accionistas nacionales y 2.613.851 acciones son de propiedad de accionistas extranjeros.

El movimiento de acciones en circulación fue como sigue:

<u>Cantidad de Acciones</u>	<u>2,011</u>	<u>2,012</u>
En circulación al inicio del año	2.535.912	2.332.330
Emitidas por la reexpresión del capital	0	203.582
Emitidas por capitalización de utilidades	529.829	00.000
En circulación al fin del año	3.065.741	2.535.912

El número de tiempo de accionistas y la estructura de participación accionaria **al de Diciembre del 2011 es como sigue.**

<u>Accionista</u>	<u>Participación</u>
IDS financial Service.INC	81.00%
01 Persona natural extranjera	4.26%
02 Persona natural peruanos	14.74%
	100.00%

Particip. en el Capital %	No. De Accionistas	Participación %
De 1.01 a 5	2	9.00
De 5.01 a 10	1	10.00
De 80.01a 90	1	81.00
Total	4	100.00

Fuente : Empresa Chupetes SAC Elaboración propia

Inversiones 2011 (ver anexo 10)

Personal de la Empresa

En el cuadro que se incluye a continuación se presenta el número de trabajadores que contaba la empresa al 31 de diciembre de 2,010 y 2,011, clasificados en la siguiente forma:

	<u>2011</u>	<u>2010</u>
Funcionarios	3	3
Empleados	238	214
Obreros	174	160
	415	377

Producción

La producción realizada durante el año 2,002 fue de 3,132399 kg., siendo la del periodo 2,010 la cantidad de 2,602809 kg.

En el año 2,011 la productividad en kg. Por hora hombre fue 7.37, correspondiendo al 2,001 el importe del 5.93.

Ventas

En el cuadro siguiente se presenta las ventas de la empresa en el ejercicio, los valores están expresados en miles de U.S. Dólares, así como variación respecto del año anterior.

Ventas por Línea	2011	Variación 2011/2010	2,001	Variación 2011/2010	2009
Empresa Chupetes S.A.	7,174	22%	5,874	28%	4,587
Empresa Confitería	2,786	22%	2,290	31%	1,753
Otras líneas de Terceros	3,891	27%	3,072	77%	1,738
Total Ventas Netas	13,851	23%	11,236	39%	8,078

Fuente: Estados Financieros Chupetes SAC

Elaboración propia

La compañía no ha realizado exportaciones de golosinas con marcas propias durante el año 2011. En el año 2010 estas exportaciones alcanzaron el 2.6% de sus ventas totales (US\$312.979).

4.1.2 Prueba de Hipótesis

Modelo de contrastación de Hipótesis

PERIODO	Fluctuaciones de las tasas de interés	Distorsión de E.V.A.				
	Xi	Yi	(Xi-Xiprom)	(Yi-Yiprom)	(Xiprom - Xi)	(Yiprom - Yi)
2,011	3.45%	29,234	0.345%	4,559.50	0.119025	20,789,040,25
2,012	2.76%	20,115	-0.345%	(4,559.50)	0.119025	20,789,040,25
Total	3.105%	24,674.50	0	0	0.23805%	41,578,080.50

Fuente : Empresa Chupetes SAC Elaboración propia

4.2 Analizar las limitaciones al aplicar los ratios financieros tradicionales de rentabilidad de los estados financieros.

Los indicadores de desempeño que escoge una compañía deben ser útiles a los gerentes para alcanzar la meta de crear valor. Los indicadores de desempeño deben servir para algo más que para reflejar los resultados financieros que sólo caracterizan los acontecimientos después del hecho cumplido. Más bien, deben ayudar al equipo de gerencia a tomar decisiones adecuadas. Los indicadores de desempeño deben ser el reflejo de la estrategia de negocios de la compañía y centrar la atención de los gerentes en la toma de decisiones que crean valor. Los indicadores de desempeño no necesitan demostrar resultados financieros. En muchos casos, es aconsejable equilibrar los indicadores financieros con los no financieros, como la satisfacción y retención de clientes.

Estos tipos de indicadores de desempeño convergen en la preocupación válida del equipo de gerencia, en el sentido de que las decisiones correctas para el negocio no siempre se presentan en los resultados financieros de un solo periodo. De igual manera, los indicadores de desempeño que se seleccionen deben elaborarse a la medida de la compañía, y no ser indicadores estándar.

Por ejemplo, el valor económico agregado es un indicador de desempeño financiero que adquiere mayor valor cuando se elabora de acuerdo con los requerimientos individuales de una compañía determinada. Lo anterior tiene validez tanto para los indicadores financieros como para los estratégicos.

Los indicadores de desempeño no reemplazan la estrategia; tipifican los resultados de ésta. Si usted hace una selección adecuada, los indicadores de desempeño caracterizarán los resultados de la estrategia a largo y corto plazo. No son un sustituto de la forma de pensar de las directivas.

Sin acaso, servirán de algo para mejorar el proceso de toma de decisiones de esas directivas. Usted debe integrar los indicadores de desempeño en los

procesos de gestión para que tengan efecto en el proceso de toma de decisiones.

La contabilidad brinda información a los usuarios en la forma de estados financieros. Para elaborar los E.E.F.F. los contadores inician una variedad de tareas como:

- Identificación
- Medición
- Registro
- Clasificación
- Interpretación

Usuarios de la información

Externos

- Inversionistas
- Acreedores
- Empleados
- Clientes
- Entes estatales
- Entes tributarios
- Público en general

Internos

- * Los directores ,gerentes y funcionarios
que planean y controlan las operaciones

La contabilidad y sus limitaciones:

Tiene limitaciones como:

- Los problemas con la inflación.
 - Deuda que no son deudas.
 - Los principios generalmente aceptados.
 - Los recursos propios no tienen costo.
 - Desconoce el valor del dinero en el tiempo.
 - No considera el futuro.
-
- La contabilidad d Costos se basa en realidades de comienzo de siglo.
 - No mide los conceptos que generan el éxito.

4.2.1 Indicadores Financieros Tradicionales de la Empresa Chupetes S.A.

Los datos han sido extraídos del informe de auditoría que corresponde al ejercicio.

Diversos son los factores que han afectado la economía del Perú, sin embargo, nuestra empresa ha podido afrontarlos gracias al fortalecimiento de su estructura económica y financiera, tal como se puede apreciar en los indicadores financieros de los últimos ejercicios económicos que se muestran a continuación:

La empresa Chupetes s.a. en el mes de noviembre 2011 celebró tres contrato leasing para la adquisición de 02 inmuebles propios, siendo el motivo porque sube el nivel de apalancamiento financiero

Indicadores Financieros		2011	2010	2009
Rentabilidad	Rentabilidad sobre Activo Total	19.1%	19.9%	13.2%
	Rentabilidad del Patrimonio	53.7%	59.2%	79.4%
	Rentabilidad de ventas	7.2%	4.7%	3.9%
Gestión	Costo de Venta sobre Venta	66.2%	69.4%	68.1%
	Gasto Financiero sobre Ventas	0.3%	0.5%	0.3%
	Ventas sobre activo Total	2.6	4.2	3.4
Liquidez	Periodo de Cobranza, días	19	22	25
	Periodo de Inventarios, días	37	47	53
	Periodo de Pagos, días	64	68	105
Solvencia	Endeudamiento: Pasivo /Activo	19	22	25
Apalancamiento	: Pasivo/Patrimonio	1.8%	2.0%	5.0%

Fuente: Empresa Chupetes SAC Elaboración propia

Indicadores Financieros	2,012
Rentabilidad	
Sobre Activos Total	18.40%
Del Patrimonio	76.30%
Sobre ventas	4.10%
Gestión	
Costo de ventas /Ventas	67.40%
Gastos Financieros/Ventas	0.50%
Ventas sobre Activo Total	3.30%
Liquidez	
Periodo de Cobranza días	24
Periodo de Inventario días	50
Periodo de Pagos días	100
Solvencia	
Endeudamiento	27.02%
Apalancamiento	2.5

Fuente: Empresa Chupetes SAC Elaboración propia

La empresa Chupetes tuvo mayor apalancamiento en el 2011 por el compromiso del contrato leasing, aumentando su tamaño de deuda, que está por encima del límite financiero estipulado en las mediciones financieras, donde la deuda no debe ser mayor del 50% de la inversión total, estando al 31 de diciembre con un ratio del 64.54%) .El mayor endeudamiento acarrea mayor riesgo, y ese mayor riesgo exige un manejo

más efectivo para obtener un mayor rendimiento o rentabilidad de la inversión.

Tener Conocimiento de cuáles son las mejores condiciones para formular información financiera a los accionistas y usuarios externos, para ayudar a una mejor estimación de los distintos perfiles y variables contenido en los reportes financieros

4.2.2 El EVA (Valor Económico Agregado) pretende solventar buena parte de las limitaciones de los indicadores presentados.

Siendo la razón por la cual, si el EVA pretende cubrir las limitaciones que dejan los demás indicadores, debería:

- Poder calcularse para cualquier empresa y no sólo para las que cotizan en bolsa.
- Poder aplicarse tanto al conjunto de una empresa como a cualquiera de sus partes (centros de responsabilidad unidades de negocio , filiales , etc)
- Considerar todos los costos que se producen en la empresa, entre ellos el costo de la financiación aportada por los accionistas.
- Considerar el riesgo con el que opera la empresa.
- Desanimar prácticas que perjudiquen a la empresa tanto a corto como a largo plazo.
- Aminorar el impacto que la contabilidad creativa puede tener en ciertos datos contables, como las utilidades, por ejemplo.
- Ser fiable cuando se comparan los datos de varias empresas.

La medición y análisis del desempeño financiero de una organización empresarial es una tarea en la que siempre hay espacio para la innovación. A medida que la evolución de los negocios nos lleva a un entorno más complejo y competitivo, surgen nuevas medidas de análisis que permiten evaluar las operaciones de una empresa de la manera más acertada posible. Dentro de este orden de ideas, en los últimos años se observa como surgen con fuerza los análisis de la gestión empresarial basados en la creación de valor. Muchos expertos en análisis gerencial y financiero a nivel mundial (especialmente en Norteamérica) orientan sus estudios a la búsqueda de estrategias y mediciones que permitan enlazar el desempeño financiero interno de la empresa con la visión que tiene el mercado bursátil de la misma; en otras palabras, buscar, dentro de los resultados operativos de la propia empresa, una explicación al comportamiento del inversionista/accionista, ya sea que se trate de empresas que coticen en bolsas de valores o no. Este tipo de planteamiento sirve de base para el surgimiento de lo que se conoce actualmente como Gerencia Basada en Valor (Valué Based Management, VBM), donde el objetivo principal que debe perseguir todo equipo gerencial es la maximización del valor para el accionista (shareholder valué), ya que las decisiones de inversión en el

mercado accionario favorecerán a aquellas empresas creadoras de valor, y dejarán de lado a las organizaciones que no son capaces de satisfacer las exigencias de sus propietarios.

La Gerencia basada en valor (VBM) es mucho más que la simple identificación y definición de medidas cuantitativas que determinen el valor creado o destruido por una empresa o una de sus unidades, eso hay que dejarlo claro. La VBM intenta orientar la gerencia estratégica de la empresa hacia la planificación y ejecución de acciones que incrementen su valor, y dentro de sus aportes se encuentra el diseño de un conjunto de indicadores que permiten medir ese valor creado (o destruido, si es el caso). El resto de este artículo se concentrará en la explicación de aspectos relacionados con algunos de estos indicadores, pero no debe olvidarse que el objetivo final de la VBM no es medir, sino diseñar estrategias que mejoren el desempeño. Ese tipo de estrategias puede ser un atractivo tema para discusiones posteriores.

Como parte de los indicadores diseñados con este fin, en esta oportunidad se tratarán las características básicas de 2 de ellos: El Valor Económico Agregado (Economic Value Added, EVA) y el Valor de Flujo de Efectivo Agregado (Cash Value Added, CVA). Además de éstos, se considera necesario hacer mención de un tercer indicador, el Valor de Mercado Agregado (Market Value Added, MVA), como referencia a la visión que tienen los inversionistas sobre el potencial de generación de valor que puede tener la empresa.

En el contexto del análisis financiero en el mundo actual, el gerente requiere contar con medidas que le permitan concentrarse en objetivos integrales y verificar su cumplimiento de manera rápida, sencilla y más evidente. Ante esta creciente necesidad, en los últimos años somos testigos del surgimiento (y resurgimiento algunas veces) de indicadores de gestión que tratan de concentrarse en lo que podemos llamar las áreas más críticas del negocio, de tal forma que le permitan al gerente enfocarse en pocas mediciones para saber si sus acciones tienen o no el efecto esperado. Estos conceptos

persigue la finalidad de explicar y comentar aspectos relacionados con 2 de estos indicadores de planificación y gestión: el Valor Económico Agregado (EVA) y el Valor del Flujo de Efectivo Agregado (CVA), dentro del marco de la Gerencia Basada en Valor; a cada uno de ellos se les dará un tratamiento introductorio, de tal forma que la información presentada sea de una utilidad pertinente para nuestro trabajo de investigación.

Prueba de la Hipótesis 1: Los ratios financieros tradicionales se aplican en base a los estados financieros contables siendo estos insuficientes para medir adecuadamente las expectativas de rentabilidad del accionista, la utilidad contable no refleja ello. La contabilidad no toma en cuenta variables como el riesgo, el costo del dinero ni reflejan la visión de largo plazo. De acuerdo a los resultados mostrados mediante la aplicación de los ratios tradicionales que se muestra en la tabla de los indicadores financieros de la empresa Chupetes SAC, muestra ratios favorables en los periodos 2009 al 2011.

Hay mejoras en los periodos de cobranza del 2009 respecto al 2011 en 06 días. Asimismo en la rotación de inventarios la mejora es de 16 días para ese mismo periodo.

Ha mejorado su dependencia con terceros en 06 días y el nivel de apalancamiento bajó en 3.20% respecto al mismo periodo mencionado.

Respecto a los ratios de rentabilidad tradicionales estos no se encuentran alineados con las expectativas del accionista de la empresa Chupetes SAC. En la página número 123 se puede observar que el accionista de Chupetes SAC tiene una expectativa de costo de oportunidad de 7.84% para el periodo 2011, la contabilidad al mostrar una cifra de rentabilidad sobre patrimonio se deberá descontar de dicha rentabilidad, por ejemplo para el periodo 2011, dicho costo refleja una creación de valor real para la empresa su importe neto, en este caso es de 45.86%

Es necesario una nueva medida de performance y/o desempeño que vincule los requerimientos del inversionista con los sistemas de gestión y control de la empresa donde se permita evaluar la contribución que tiene los distintos

negocios o estrategias de la empresa en su creación de valor real donde los indicadores tradicionales no lo reflejan.

4.3 Calcular el costo promedio del capital del accionista de la empresa Chupetes para los periodos 2,009 , 2,010, 2,011 y 2,012

El valor económico agregado- EVA, pretende cubrir las deficiencias de los índices tradicionales, por tanto debería:

- Poder calcularse para cualquier empresa
- Poder Aplicarse a la empresa y a cualquier unidad
- Considerar todos los costos de la empresa y el costo de financiamiento de los accionistas
- Considerar el riesgo del negocio de la empresa
- Evitar prácticas que perjudican a la empresa tanto a corto plazo como a largo plazo

El EVA es el importe que queda una vez que se han deducido de los ingresos la totalidad de los gastos. Incluidos los costos de oportunidad y los impuestos. Por tanto se crea valor en una empresa cuando la rentabilidad generada supera el costo de oportunidad de los accionistas

Para la empresa Chupetes S.A. al haber celebrado 03 contratos de leasing a fines del año 2011, va a realizar pagos de intereses y pago de principal durante 05 años, por eso va a ser importante su impacto a futuro en sus estados financieros venideros.

La empresa tiene por política de hacer un pago de bonificación extraordinaria a los empleados que hallan contribuido a darle " valor a su trabajo ", sustentado por cada jefatura en virtud a una lista del personal a su cargo con sus méritos realizados.

4.3.1 Calculo del EVA de la empresa Chupetes S.A.

Estructura de Financiamiento de la Empresa Chupetes S.A.

		Dolares Americanos				
Financiamiento	2009	%	2010	%	2011	%
Patrimonio	467,247	42.04%	846,680	72.44%	1'873,985	71.38%
Deuda	644,074	57.96%	322,169	27.56%	751,019	28.62%
Sub-total	1,111,321	100.00%	1,168,849	100.00%	2'625,004	100.00%

Fuente: Estados Financieros empresa Chupetes SAC Elaboración propia

Financiamiento	2012	%
Patrimonio	1.968.198	72,98%
Deuda	728.820	27,02%
	2.697.018	100%

Fuente : Extraídos de estados financieros de empresa Chupetes SAC Elaboración propia

La estructura financiera o estructura de capital de la empresa Chupetes S.A., muestra la cantidad de deuda y de patrimonio neto, que ha financiado sus operaciones.

Por lo tanto, la relación de endeudamiento (deuda/patrimonio neto), que ha financiado sus operaciones, es el principal indicador de la estructura de capital de una empresa.

La empresa financió sus inversiones con más del 72% con recursos de accionistas y con el 27% financiado con recursos de terceros, cifras que corresponden al periodo 2,012.

Se estima que la empresa Chupetes S.A. proyecta realizar inversiones en la mejora de la planta con ampliaciones y mejoras en obras civiles, lo cual va a tener mayor nivel de apalancamiento financiero y operativo

	Dólares Americanos			% Sobre total de la Deuda		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Costo Medio de la Deuda						
* Préstamo a corto plazo						
confites deuda vencida	644,074	322,169	400,000	100%	100%	53.26%
u.s.			351,019			46.74%
* Préstamo a largo plazo						
Leasing Banco						
Continental (01 cuota)						
Citileasing (03 cuotas)						
Total	644,074	322,169	751,019	100.00%	100.00%	100.00%;

Fuente: Estados Financieros empresa Chupetes SAC Elaboración propia

COSTO MEDIO DE LA DEUDA	Expresados en Dólares Americanos	% Sobre total de la deuda
-------------------------	----------------------------------	---------------------------

Largo Plazo	2012	%
* Préstamo de operaciones de leasing	394.545	54,13%
Leasing Banco Continental (12 cuotas)	334.275	45,87%
Leasing Citileasing (12 cuotas)	728.820	100.00%

COSTO MEDIO DE LA DEUDA		% Costo Financiero de la Deuda
		2012
Leasing Banco Continental (12 cuotas)		4,.93%
Leasing Citileasing (12 cuotas)		4,81%
% Costo de Financiamiento		9,74%
Costo de la Deuda	Costo media de la deuda	% Financiamiento de la deuda
Costo* % Financiamiento	$=(9.74/100)*27.02$	2,63%
***Costo de Oportunidad de Accionista		
0.1022 * 72.98		7.46%
*** Se ha considerado el mismo costo de oportunidad que en los cálculos anteriores		
TOTAL DE COSTO A CUBRIR		10.09%

El costo de capital de la empresa, es un costo promedio ponderado de los recursos que han financiado la inversión. Se toma en cuenta la deducibilidad fiscal de los intereses (escudo fiscal).

Al comparar lo que ganan los acreedores con los accionistas, se concluye que la tasa de estos últimos es mayor a la de los acreedores, porque los accionistas asumen más riesgo y porque de no ser de ese modo sería preferible liquidar su inversión y convertirse en un acreedor de la empresa. Por tal razón, es lógico que el rendimiento del activo es superior, pues en caso contrario, la empresa estaría contratando recursos de capital a un costo superior al rendimiento del activo que producen las inversiones en los activos realizados con esos dineros, lo cual no tiene lógica.

Los pasivos sea asumen con el propósito de que los rendimientos generados sean superiores a dicha tasa de costo promedio de la deuda.

El costo efectivo que tiene la deuda para la empresa Chupetes S.A. es del 8.74% en el 2,009, 7.53% para el periodo 2,010, del 1.89% que corresponde al 2,011 y del 9.74% para el periodo 2012

	Tasa neta de Interés de la Deuda		
Costo medio de la Deuda	2009	2010	2011
* Préstamo a corto plazo	0.1249(1-30)	0.1075(1-30)	
Confites deuda vencida u.s.			
* Préstamo a largo plazo			
Leasing Banco Continental			0.00682(1-30)
(1 cuota)			
Citileasing (03 cuotas)			0.02025(1-30)
	0.08743	0.075250.	0.018949

Fuente: Estados Financieros empresa Chupetes SAC Elaboración propia

Tasa Neta de intereses de la Deuda	2012
Largo Plazo	
* Préstamo de operaciones de leasing	
leasing Banco Continental (12 cuotas)	0.07044 (1-30)
Leasing Citileasing (12 cuotas)	0.068697 (1-30)
	total 0,0974

** neto de impuestos

Costo medio Deuda	% Costo Financiero de la Deuda		
	2009	2010	2011
* Préstamo a corto plazo	8.743%	7.53%	
* Préstamo a largo plazo			0.48%
Leasing Banco Continental			1.42%
Citileasing			
	8.743%	7.53%	1.89%
Deuda (a)			
Costo * % Financiamiento	0.08743* 57.96%	0.0753* 27.56 %	0.0189* 28.62 ;
Costo medio Deuda	5.07%	2.07%	0.54%

Fuente: Estados Financieros empresa Chupetes SAC Elaboración propia

COSTO MEDIO DE LA DEUDA		% Costo Financiero de la Deuda
		2012
Leasing Banco Continental (12 cuotas)		4,93%
Leasing Citileasing (12 cuotas)		4,81%
% Costo de Financiamiento		9,74%
Costo de la Deuda	Costo media de la deuda	% Financiamiento de la deuda
Costo* Financiamiento	% =(9.74/100)*27.02	2,63%

Los criterios seguidos para obtener el costo del accionista

Para estimar el retorno requerido por el accionista e incorporarlo en el cálculo del EVA de la empresa Chupetes S.A., vamos a utilizar el modelo CAPM **siguiendo los siguientes pasos** :

El primer paso es obtener la medida de riesgo del sector de golosinas sin el componente de la deuda, es decir vamos a desapalancar teniendo en cuenta que el Beta del mercado correspondiente al sector de la empresa de chupetes es de 0.85, con una deuda del 32% y una tasa impositiva promedio del 32% estos datos corresponden a la información del **Periodo 2012**

CALCULO DEL BETA DESAPALANCADO DEL SECTOR

$$\text{BETA (sa)} = \text{Beta mercado} / 1 + \left[\frac{\text{D/P}}{1-t} \right]$$

PROMEDIO DE
MERCADO

$$\text{BETA (sa)} = 0.85 / 1 + \left[\frac{(0.32)}{1-0.27} \right]$$

$$\text{BETA (sa)} = 0.85 / 1 + \left[\frac{(0.32)}{1-0.27} \right]$$

$$\text{BETA (sa)} = 0.85 / 1.09$$

$$\text{BETA (sa)} = 0.78$$

El segundo paso es : Aplicar el Beta desapalancado del sector que hemos obtenido ,es decir $\text{Beta (sa)} = 0.78$ a nuestra estructura de financiamiento por deuda que para el periodo 2,012 le corresponde 27.02% con una tasa impositiva del 30%.

CALCULO DEL BETA DE LA EMPRESA CHUPETES S.A.

$$\text{BETA (e)} = 1 + \left[\frac{\text{D/P}}{1-t} \right] \text{Beta (se)}$$

$$\text{BETA (e)} = 1 + \left[\frac{(0.2702)}{1-0.30} \right] 0.78$$

$$\text{BETA (e)} = (1.08)(0.78)$$

$$\text{BETA (e)} = 0.84$$

El tercer paso es :Calcular la rentabilidad esperada del accionista $k(e)$ de la empresa Chupetes S.A.,teniendo en cuenta con una inverslón de libre riesgo (Risk Free) del 3%;con una tasa de riesgo país de 2.20% y una rentabilidad de mercado del 8.98%.

EMPRESA CHUPETES S.A.

INVERSIONES DE LIBRE RIESGO : 3.0%

RIESGO PAIS :2.20%

RENTABILIDAD DE MERCADO

BETA :0.84

RENTAB.ESPERADA = $3\% + 0.84(8.55\% - 3\%) + 2.20\%$

RENTAB.ESPERADA = 9.86 %

El cuarto paso es :Calcular el Wacc de la empresa Chupetes S.A. :

DETALLE DEL WACC

PERIODO : 2012

	2012	PESO	COSTO	WACC
PASIVO	728,820	27.02%	0.0974	2.63%
PATRIMONIO	1968198	72.98%	0.0986	7.20%
	2,697,018	100%	0.1960	9.83%


El quinto paso es :Calcular el E.V.A. de la empresa Chupetes S.A. :

Hay que tener en cuenta la Utilidad Operativa neta de impuestos a la renta por otro lado es muy importante considerar aquellos activos que provienen de una fuente de financiamiento con costo,es decir por ejemplo la compra de

mercaderías al crédito sin un costo financiero no formará parte de estos activos invertidos.

El EVA es un indicador financiero que incorpora el cálculo del costo de los recursos propios proporcionando una medida de la rentabilidad de una empresa como el resultado del Nopat neto de impuestos menos los correspondientes costos por el costo de oportunidad de todo el capital que se encuentra invertido en la empresa. Se define el costo de los recursos propios de la empresa como el mínimo retorno exigido por los accionistas como retribución por mantener su dinero en esa empresa y no en otra.

CALCULO DEL E.V.A.



- La Empresa Chupetes S.A. ha obtenido una **NOPAT de \$ 534,793** y un valor total de activos Operacionales (Capital Invertido) que ascienda a un monto de \$ 2 697,018. El Costo promedio ponderado de las fuentes de financiamiento **por el uso del capital (WACC) es de 9.83%**; tenemos
- **$EVA = \$ 534,793 - (2,697,018 * 0.0983) = \$ 534,793 - 265,117$**
- **= \$ 269,676**
- La empresa ha generado un valor agregado por \$ 269,676. Su tasa de retorno fue de 19.83% frente a un costo por uso de los recursos de 9.83%
- *Lo ideal del negocio rentable es aquel en el que los inversionistas ganen dinero por encima del riesgo que toman. Es decir, un inversionista esperaría ganar una rentabilidad igual o superior a lo que obtendría si estuviera en otra empresa de similares características de riesgo.*

Como se puede apreciar en el cálculo, la tasa de retorno del 19.83% Está por encima de la tasa por el uso de los activos cuyo porcentaje es 10.09%.

Dado que la empresa Chupetes S.A. dentro de su estructura de capital: deuda/patrimonio, para el periodo 2.011 el financiamiento de terceros disminuyó, impactando en menor grado dentro de la estructura de capital de la empresa Chupetes S.A.

Respecto a los tres últimos periodos tuvo una estructura promedio de capital (deuda /patrimonio) de aproximadamente del 27.70%

A continuación presentamos los cálculos respectivos de los periodos 2,009, 2010 y 2011 de :

- El beta del sector de alimentos
- El beta de la empresa Chupetes S.A.
- El Retorno esperado por parte de los accionistas de la empresa Chupetes
- El cálculo del Wacc de la empresa Chupetes
- El cálculo del EVA de la empresa Chupetes S.A.

BETA DEL SECTOR ALIMENTOS					
<i>AÑO</i>	<i>Industry Name</i>	<i>Average Beta</i>	<i>Market D/E Ratio</i>	<i>Tax Rate</i>	<i>Unlevered Beta</i>
2011	Food Processing	0.91	29.53%	20.00%	0.74
2010	Food Processing	0.87	27.62%	21.73%	0.72
2009	Food Processing	0.86	29.31%	17.29%	0.69

BETA DE LA EMPRESA					
<i>Año</i>	<i>Industry Name</i>	<i>Unlevered Beta(s)</i>	<i>Beta Empresa</i>	<i>Market D/E Ratio</i>	<i>Tax Rate</i>
2011	Chupetes S.A.	0.74	0.89	28,62%	30.00%
2010	Chupetes S.A.	0.72	0.86	27.56%	30.00%
2009	Chupetes S.A.	0.69	0.84	57.96%	30.00%

RETORNO ESPERADO DE LA EMPRESA CHUPETES S.A.						
<i>Año</i>	<i>Nombre</i>	<i>Beta</i>	<i>Risk Free</i>	<i>Riesgo Pais</i>	<i>Rentab.Mercado</i>	<i>R€</i>
2011	Chupetes S.A.	0.89	4.71%	1.64%	9.06%	10.22%
2010	Chupetes S.A.	0.86	4.40%	1.54%	10.21%	10.94%
2009	Chupetes S.A.	0.84	3.00%	2.22%	10.29%	11.34%

CALCULO DEL WACC DE LA EMPRESA CHUPETES S.A.					
Año	Estructura	Peso	Costo	Costo neto	Wacc
2011	Pasivo	0.2862	0.02707	1.89%	0.54%
	Patrimonio	0.7138	0.1022		7.30%
	Total				7.84%
2010	Pasivo	0.2756	0.1075	7.53%	2.07%
	Patrimonio	0.7244	0.1094		7.92%
	Total				7.99%
2009	Pasivo	0.5796	0.1249	8.74%	5.07%
	Patrimonio	0.4204	0.1134		4.77%
	Total				9.83%

CALCULO DEL EVA DE LA EMPRESA CHUPETES S.A.					
Año	NOPAT	% Wacc	Activo Invertido	Costo por uso de recursos	EVA
2011	411,564	7.84%	2,625,004	205,800	205,764
2010	210,148	7.99%	1,168,849	93,391	116,757
2009	218,578	9.83%	1,111,321	109,243	109,336

El costo de capital promedio ponderado para la empresa Chupetes S.A. que mide el costo medio del capital entre los recursos de terceros y los de los accionistas de la empresa, que en este caso para el periodo 2,011 fue de 7.84%, de 7.99% para el año 2,010 y de 9.89% le corresponde al periodo 2,009 por el uso del costo de sus inversiones.

4.3.1.1 Comparar el EVA de la empresa Chupetes S.A. correspondiente al periodo 2009 – 2012 y compararlo con el indicador tradicional de rendimiento del negocio.

A continuación se muestra la siguiente información:

	2009	2010	2011
Rotación del Activo (veces por año)	3.40	4.27	5.32
Margen de Utilidad Neta (% ventas)	3.73%	4.65%	6.76%
Rendimiento del negocio (Utilidad Neta/Activo Total)	26.8%	41.1%	36%
Rendimiento del accionista (Utilidad Neta / Patrimonio)	63.73%	56.72%	50.42%
Costo de oportunidad de los accionistas	11.34%	10.94%	10.22%
Rendimiento del accionista/Costo de Oportunidad veces	5.62	5.18	4.93
Valor Económico Agregado (E.V.A.)/Patrimonio	23.40%	13.79%	10.98%

Fuente: Estados Financieros empresa Chupetes SAC Elaboración propia

	2012
Rotación del Activo (veces por año)	5.40
Margen de Utilidad Neta (% ventas)	7.50%
Rendimiento del negocio (Utilidad Neta/Activo Total)	38%
Rendimiento del accionista (Utilidad Neta / Patrimonio)	50.50%
Costo de oportunidad de los accionistas	9.86%
Rendimiento del accionista/Costo de Oportunidad veces	5.12
Valor Económico Agregado (E.V.A.)/Patrimonio	13.70%

Fuente: Estados Financieros empresa Chupetes SAC Elaboración propia

Prueba de la Hipótesis 2 :

La rentabilidad obtenida de la empresa Chupetes S.A. siempre superó las expectativas de los accionistas como costo de oportunidad del capital en los periodos 2009 – 2012.

Por otro lado, se puede observar que se ha creado valor durante dichos periodos, luego de satisfacer las expectativas de rentabilidad, donde será importante identificar los impulsores de valor para la asignación de los recursos de las distintas divisiones de la empresa Chupetes S.A.

Se debe alentar como política de dividendo de la empresa, un reparto de utilidades donde se garantice una creación consistente de valor en el largo plazo, quedando recursos para autofinanciarse mejoras y/o creación de nuevos proyectos, procesos, que generen valor .Para evaluar la conveniencia de repartir más dividendos o menos, con el fin de incrementar el valor de la empresa, hay que considerar factores:

- Posibilidades de crecimiento y expansión de la empresa Chupetes S.A. cualquier empresa tiene una determinada capacidad financiera de crecimiento, en función de aspectos como el flujo de caja que genera, la política de autofinanciación que sigue o su estructura financiera. Un aumento o crecimiento demasiado rápido puede derivar a la suspensión de pagos debido al aumento de deudas y gastos financieros, relacionados con esta deuda. Un crecimiento con una estructura excesiva puede conducir a la empresa a una situación de pérdidas continuadas y de difícil solución, sin una reestructuración de los gastos fijos.
- Relación entre la rentabilidad de la empresa y costo de oportunidad de los accionistas :
 - Cuando la rentabilidad del patrimonio que genera la empresa supera la rentabilidad deseada por el accionista, la política de no repartir dividendos es la que incrementa más valor de la empresa .Esto es así siempre que los fondos generados puedan reinvertirse en la empresa con la posibilidad de obtener una rentabilidad superior al costo de oportunidad de los accionistas. En cambio, cuando la rentabilidad del patrimonio que genera la empresa es menor que la rentabilidad deseada por el accionista, la política de repartir los máximos dividendos es la que aumenta más el valor de la empresa. De todos modos , hay que tener presente que cuando el nivel de rentabilidad es muy bajo, se puede poner en peligro el futuro de la empresa, si se reparte el poco excedente que se genera

4.4 Calcular el EVA para medir su incidencia sobre ese indicador cuando varían las tasas de interés por deuda y se pague incentivos al personal que ha creado valor

4.4.1 Ajustar la Utilidad Antes de intereses y Después de Impuestos ante una fluctuación de las tasas de interés.

La empresa Chupetes SAC sobre esos valores generados del EVA se debe identificar los impulsores de valor y los que lo han disminuido para hacer las correcciones y/o ajustes convenientes, delineando una política de dividendos de acuerdo a los criterios mencionados en párrafos anteriores; lo mismo para el pago de incentivos al personal que conlleven la motivación necesaria para seguir creando valor a la empresa Chupetes S.A. sin afectar el valor creado ante variaciones de la tasa de interés

4.4.2 La empresa Chupetes S.A. ha celebrado sus contratos de arrendamiento financiero con tasas de interés variables donde se incurrió en mayores gastos financieros, afectando al NOPAT obtenido sin TENER ninguna relación con la GESTION REALIZADA por el directivo responsable, ocasionando en que sea un agente de desmotivación para su personal a cargo.

A continuación presentamos el recalcu para los periodos correspondientes del 2,009 hasta el 2,012

Recalculo del EVA	2,009
Activo Neto (Patrimonio + deuda) Costo medio del capital	1,111.321 9.83%
EVA obtenido por Chupetes S.A. (incluye tasa variable de deuda)	109,336
(+) Ajustes por variación de tasa de interés *	* 21,914
EVA obtenido sobre Estados Financieros	131,250

* Variación neta de la tasa de interés de 4.69%

Fuente Chupetes SAC

Cuadro: Elaboración propia

Recalculo del EVA	2,010
Activo Neto (Patrimonio + deuda) Costo medio del capital	1,168.849 7.99%
EVA obtenido por Chupetes S.A. (incluye tasa variable de deuda)	116,757
(+) Ajustes por variación de tasa de interés *	* 37,593
EVA obtenido sobre Estados Financieros	154,350

* Variación neta de la tasa de interés de 4.44%

Fuente Chupetes SAC

Cuadro: Elaboración propia

Recalculo del EVA	2,011
Activo Neto (Patrimonio + deuda) Costo medio del capital	2,625.004 7.84%
EVA obtenido por Chupetes S.A. (incluye tasa variable de deuda)	205,764
(+) Ajustes por variación de tasa de interés *	* 29,234
EVA obtenido sobre Estados Financieros	234,998

* Variación neta de la tasa de interés de 3.45%

Fuente Chupetes SAC

Cuadro: Elaboración propia

Recalculo del EVA	2,012
Activo Neto (Patrimonio + deuda) Costo medio del capital	2,697.018 9.83%
EVA obtenido por Chupetes S.A. (incluye tasa variable de deuda)	269,676
(+) Ajustes por variación de tasa de interés *	*20,115
EVA obtenido sobre Estados Financieros	289,791

* Variación neta de la tasa de interés de 2.76%

Fuente Chupetes SAC

Cuadro: Elaboración propia

4.4.3 Calcular la participación porcentual del pago de la bonificación o incentivo al personal de la empresa Chupetes SAC. sobre la utilidad generada en función a la evaluación realizada por la gerencia a través de sus diferentes jefaturas .teniendo como un elemento de mérito el trabajar más de la jornada legal vigente.

4.4.3.1 Describir la forma de pago de dicho incentivo

La empresa Chupetes S.A. tiene como política de pagar un incentivo a su personal conforme a los resultados trazados en el plan estratégico ,donde generalmente corresponde a un pago anual de su sueldo, siendo un elemento de desmotivación para algunos cuando ya se alcanzó dicha meta y no se crea más valor . Donde se hace la provisión contable sobre las ventas

netas, dicho importe es dado por la gerencia general y cuyo cálculo se muestra a continuación:

Expresado en Dólares americanos	2009	2010	2011
Bonificación o Incentivo pagado al personal de Chupetes S.A.	U.S. 28,267	U.S. 44,077	U.S. 99,997
% Bonificación o Incentivo sobre Ventas	0.35%	0.39%	0.72%
Cuadro: Elaboración propia			

Expresado en Dólares americanos	2012
Bonificación o Incentivo pagado al personal de Chupetes S.A.	U.S. 125,267
% Bonificación o Incentivo sobre Ventas	0.63%
Cuadro: Elaboración propia	

4.4.3.2 Definir una propuesta donde dicho incentivo se pague sobre el valor creado, no sujeto a límites del sueldo de cada trabajador

Se debe destinar el valor creado y/o generado a financiar proyectos o negocios altamente rentables, donde se tenga en cuenta por su importancia el efecto del apalancamiento financiero por tener deudas con terceros; luego a continuación, dar un incentivo al personal, que son impulsores de valor, un % del importe generado , cuya base sea menor al costo de oportunidad del accionista sin establecer un techo o límite en función de su sueldo sin afectarlo ante las variaciones de las tasas de interés

Prueba de la Hipótesis 3_: Para los periodos del 2,009 al 2012 la performance del EVA se debe ajustarse ante la variaciones de la tasas variables de interés en 4.69%, 4.44%, 3.45% y ,2.76% respectivamente, en ese contexto, se debe ajustar un menor costo por deuda, obteniendo un mayor importe en el EVA generado, colaborando a que el personal se alinee

en un grado superior al actual con la riqueza a distribuirse ,y así tenemos al personal más motivado que es el impulsor en la creación del valor.

Para nuestro análisis, para los años del 2,009 al 2,012 le corresponde un mayor valor generado de US \$ 21,914, \$ 37,593, \$ 29,234 , y de \$ 20,115 donde la bonificación a repartirse deberá contener dichos importes., nos daría un aumento para esos años de 77.53% ,85.29%, 29.23% y de 16.06% respectivamente con un reparto adicional por la creación de valor generado por ellos.

La materialidad va a depender del nivel de deuda contraída, para la empresa Chupetes S.A., se estima que en el futuro su grado de apalancamiento sea aún mayor, dado el nivel de crecimiento y expansión planeada y el efecto de la volatilidad de las tasas de interés impacten en mayor forma a la creación y/o destrucción de valor. Definitivamente para empresas con un nivel de apalancamiento financiero grande, su efecto en su EVA será mucho mayor, sin tener correlación con la generación de valor. Por ejemplo ante emisiones de bonos con tasas de interés variable van a afectar al EVA creado.

4.5 DISCUSIÓN DE RESULTADOS

El tema materia de nuestro estudio sobre **La performance del valor económico agregado (E.V.A.) y su distorsión ante las fluctuaciones de las tasas de interés contraídas por deudas**

Ante la insuficiencia de los ratios financieros tradicionales como herramienta de medición, se hace necesario incorporar una evaluación que vincule las expectativas del accionista con los sistemas de gestión y control de la empresa Chupetes S.A. para ponderar su creación y/o destrucción de valor donde los indicadores tradicionales no lo reflejan

Asimismo, la política de dividendo de la empresa Chupetes S.A. debe orientarse a repartir utilidades en base a una creación de valor real en el largo plazo.

El criterio para repartir más o menos dividendos alineado con el objetivo de

incrementar el valor de la empresa Chupetes S.A. se debe tener en cuenta aspectos a considerar como:

- Capacidad financiera de crecimiento en función a su flujo de caja que genera, su autofinanciamiento y por ende su estructura financiera
- La relación entre la rentabilidad de la empresa Chupetes S.A. y su costo de oportunidad.

Los valores generados en la empresa Chupetes S.A. que asciende a la suma de \$ 109,336, \$ 116,757, \$ 205,764 y \$ 269,676 importes que pertenecen a los años del 2,009 al 2,012 ; se debe identificar a los impulsores de valor y a los que lo han disminuido, para hacer los ajustes que le permita mantener y/o aumentar la riqueza creada, delineando su política de dividendos de acuerdo a ello ; lo mismo para el pago de incentivos al personal que conlleven la motivación necesaria para seguir creando valor a la empresa Chupetes S.A.

Para la empresa Chupetes S.A. que tiene como estructura financiera promedio un 35.29% de deuda, ha celebrado sus contratos de deuda con tasas interés variables ,para la empresa Chupetes S.A. , se estima que a futuro dado el nivel de crecimiento y expansión planeada, su grado de apalancamiento sea aún mayor y su efecto de la volatilidad de las tasas de interés impacten en mayor forma a la riqueza y/ o valor de la empresa Chupetes S.A., además debe tenerse en cuenta que en nuestro caso, el promedio del EVA creado por esos periodos es de \$ 175,383 y la distorsión por efecto de la aplicación de las tasas de interés sobre el EVA generado es \$ 27,214 ,promedio que le corresponde por los años 2,009 al 2,012. Definitivamente para empresas con un nivel de apalancamiento financiero grande, sí distorsionará su EVA, en mayor grado.

CONCLUSIONES

1.- Las fluctuaciones de las tasas de interés en los pasivos financieros de la empresa Chupetes SAC ha impactado en promedio a los cuatros periodos analizados con un importe de **\$ 27,214** como un mayor monto en su fuente de financiamiento de Deuda, representando una distorsión en su performance del **15.52%** como indicador de rentabilidad, siendo este, uno de los componentes en la obtención del costo del capital, afectando al cálculo del resultado del negocio y por ende al indicador financiero Valor Económico Agregado (EVA).

En la actualidad, este evento afecta en una desmotivación al personal que impulsan valor en la empresa Chupetes S.A.

Para la empresa, la volatilidad de las tasa de intereses, es un riesgo que pone incierto a los resultados de la empresa, y sobre todo, a la generación de riqueza creada, indicador medido a través del Valor Económico Agregado.

El Valor Económico Agregado (EVA),se define como el importe que queda una vez cubierto todos los gastos y satisfecha la rentabilidad mínima esperada por el accionista.

2).- El EVA pretende solventar en buena parte las limitaciones de los indicadores financieros tradicionales.

El método EVA toma en consideración ciertos elementos que los indicadores tradicionales no toman en consideración y por ende la convierten en una

herramienta más eficiente para medir el valor creado por las empresas.

El EVA es una medida que tiene ventaja sobre los indicadores tradicionales de contabilidad, ya que permite calcular y evaluar la riqueza generada en la empresa Chupetes S.A., tomando en cuenta el nivel de riesgo y aporta elementos para que los inversionistas, accionistas y entidades de crédito puedan tomar decisiones con su conocimiento.

Tradicionalmente se han utilizado una gran cantidad de indicadores para calcular el valor creado por la empresa Chupetes S.A., entre otras medidas tradicionales tenemos al beneficio neto, el dividendo, el flujo de caja, el flujo de caja libre, la rentabilidad sobre activos y la rentabilidad sobre patrimonio, todos son claros y fáciles, sin embargo presentan limitaciones comunes como **por ejemplo**:

- a) No son útiles para cada unidad de negocio dentro de una empresa
- b) La mayoría no consideran que las inversiones a realizar superen al costo de oportunidad del accionista
- c) No considera el costo del dinero, el riesgo ni las expectativas a futuro.

Los indicadores tradicionales suelen ser claros y fáciles de obtener aunque todos suelen tener limitaciones que reducen su potencial como instrumento de medición de la riqueza generada para el accionista. Sin embargo, y a pesar de las ventajas que representa la utilización del EVA el uso de los indicadores tradicionales seguirá siendo útil como complemento para evaluar la gestión empresarial.

3).- Considerar el costo del capital de los accionistas como un elemento importante e integrante en la determinación de la rentabilidad de la empresa Chupetes S.A., en su medición de crear valor, donde resulte alineado con las expectativas de los accionistas, y su política de dividendos, sea una distribución de la riqueza creada y no sobre una rentabilidad mostrada contablemente.

El nuevo enfoque que debe adoptar la empresa Chupetes S.A., es la utilización de una medida general del desempeño para la empresa Chupetes S.A., que es el Valor Económico Agregado.

Tiene por objeto determinar, cual es el rendimiento que la empresa alcanza en sus operaciones, dado un nivel de costo de capital para la empresa y el total de los activos que sean utilizados.

Es decir, este indicador financiero, mide el desempeño total de la empresa Chupetes SA, donde permite determinar, si las acciones emprendidas están incrementando realmente valor en la empresa. Chupetes S.A debe generar retornos superiores a su costo de capital.

El objetivo de la toma de decisiones financieras en la empresa Chupetes S.A., cuyo fin es lucrativo, es maximizar el valor de la empresa y de sus accionistas.

Una de las grandes decisiones que toma la gerencia de la empresa, es la elección de cuánto financian la operación del negocio con deuda y cuánto con recursos propios. El criterio de decisión debería ser seleccionada en aquella estructura de capital que minimice el costo del capital o el de los recursos que utiliza la empresa.

La estructura elegida es entonces la estructura óptima de capital, que tendrá su impacto en el indicador financiero EVA para determinar si la empresa Chupetes SA creó valor o destruyó valor.

Ello, se aprecia, cuando se determina la cifra de dividendos a pagar a los accionistas que cubran sus expectativas de su costo de oportunidad

La principal innovación del EVA es que se incorpora el costo del capital en el cálculo del negocio.

RECOMENDACIONES

1).- Las fluctuaciones de las tasas de interés variables afectan al cálculo del EVA ,es por ello ,que se recomienda efectuar un ajuste a la utilidad antes de intereses y después de impuestos , dado que dicho impacto, no tiene relación con la gestión realizada en su búsqueda de crear valor para la empresa Chupetes SAC y no desmotivar al personal creador de valor para que siga aumentándolo

2).- La aplicación del indicador financiero Valor Económico Agregado (E.V.A.) no significa que deben descartarse los ratios tradicionales, sino que los mismos, deben considerarse como un complemento de la información, que le permita a los directores actuar y decidir sobre datos reales y en concordancia con las necesidades de los accionistas.

3).- No invertir en actividades que no sean capaces de cubrir los costos del capital que sus activos generan, donde la rentabilidad contable reflejada, no considera ello.

La empresa Chupetes SAC, de igual manera debe eliminar aquellas unidades de negocios que no estén cubriendo los costos de su fuente de financiamiento.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Libros

- 1.- Adserá Xavier- Pere Vínolas(2,001). Valoración de Empresas, Francia, Editorial Tisso, p. 224
- 2.- Alvarado Barrios Enrique(2,004).Gerencia Estratégica de Costos, Costa Rica,Editorial Mauer. p. 752
- 3.- Apaza Meza Mario(2,003). Costos ABC, ABM.- Herramientas para incrementar la rentabilidad y la competitividad, Perú, Real Editores, p. 984
- 4.- Apaza Meza Mario(2,004).Finanzas para Contadores, Perú, Real Editores,p. 989
- 5.- Glossary of Activity(1,999). Added Based Management, USA, Editorial Mc Graw Hill, p. 25
- 6.- Fernández Pablo(2,001). Valoración de Empresas, España,Editorial Merced, p. 456
- 7.- Krygier, Montilla & Asociados.(1,999). Gerencia Estratégica de Costos (SCM), Venezuela, Editorial Triunfo, p. 360
- 8.- Knight James A. (2,000). La Administración Basada en el Valor, USA, Editorial Venus- p. 320
- 9.- Narváez Liceras Alejandro(2,000). La Gestión Estratégica Basada en Actividades (ABM) ,Perú, Editorial Entrelineas, p. 963
- 10.- Oriol Amat (1,999). Valor Económico Agregado. España, Grupo Editorial Norma, pag.96
- 11.- Stewart, B (1,991). The quest for valué, the EVA Management. Guide Harperbusiness Publishers, p.226.
- 12.- Weston, F. y Brigham, H. (1,994). Fundamentos de Administración Financiera, Editorial Libertad, 556 páginas

Revistas especializadas

- 1.- Deloitte & Touche LLP. Enfoque de Gerencia de Costos Basada en Actividades, Editorial Progreso,2,001; p. 1,120
- 2.- Deloitte & Touche LLP (2001). Linking ROI and SCM. England,Editado por la propia Firma, p. 85
- 3.- Deloitte & Touche International.(2002). Renewing Organizational Infraestructures,. England,Editado por la propia firma, p. 65
- 4.- Deloitte & Touche Perú. (2004). Strategic Cost Management. Un enfoque sistemático para el mejoramiento,continuo de su empresa, Perú,editado por la propia firma p. 60
- 5.- Deloitte & Touche. Ecuador (2002). Introducción al Valor Económico agregado EVA, Informativo Gerencial, Ecuador.Price Waterhouse, p. 29
- 6.- Salmón Jorge Luis.(2002). Valué Based Management. USA, Price Waterhouse -

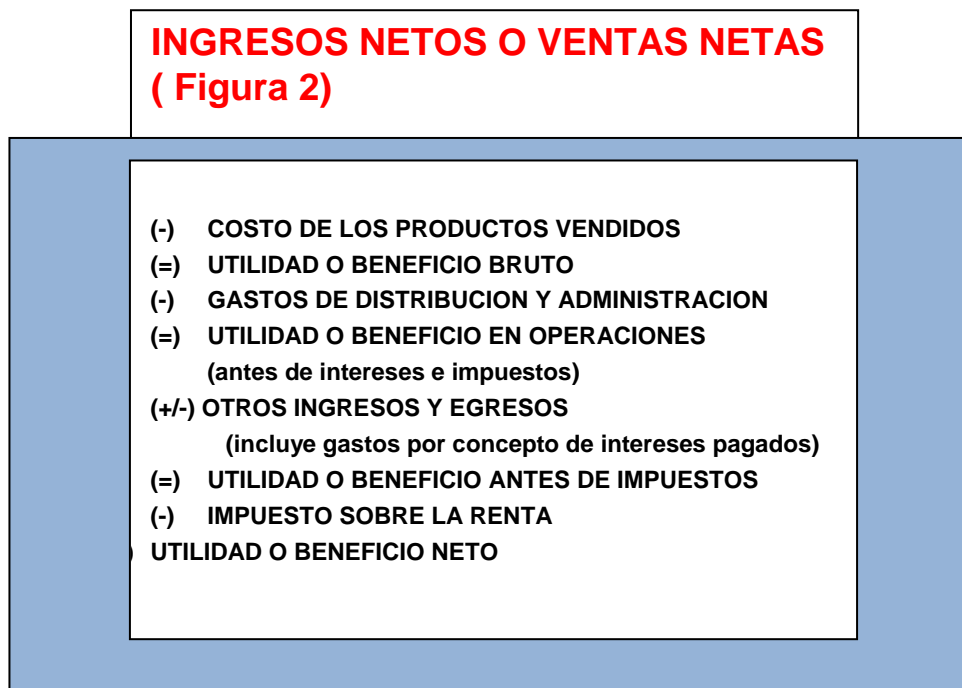
ANEXOS

ANEXO 1

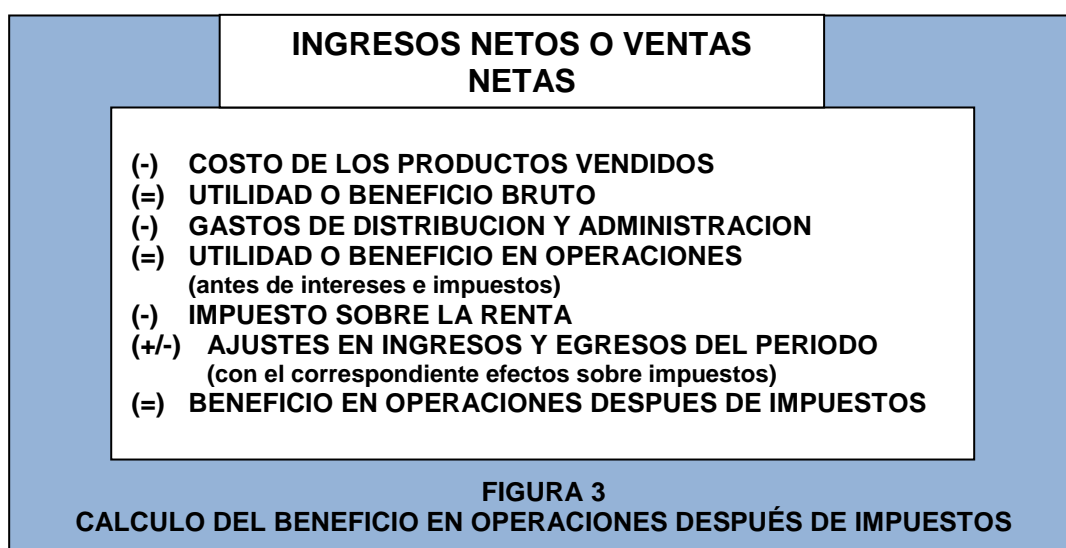
MATRIZ DE CONSISTENCIA

Problema GENERAL	Objetivo GENERAL	Hipótesis GENERAL	Variables	Indicadores
¿En qué medida las fluctuaciones de las tasas de interés variables contraídas por deudas distorsionan el Valor Económico Agregado en las medianas empresas productoras y comercializadoras de golosinas durante los años 2,010 y 2,011?	Determinar en qué medida las tasas de interés variable distorsionan el indicador financiero Valor Económico Agregado de las medianas empresas productoras y comercializadoras de golosinas	Las tasas de interés variable distorsionan el indicador financiero Valor Económico Agregado de las medianas empresas productoras y comercializadoras de golosinas	X= tasas de interés variable	X1 = Ratios aplicados en los estados financieros X2= El costo de capital del accionista y el índice de rentabilidad del Valor Económico Agregado X3= El contrato de deuda
			Y: indicador financiero Valor Económico Agregado	Y1= Niveles de eficiencia de creación de valor Y2= El plan estratégico de negocios Y3= Estados Financieros
Prob esp. 1 ¿En qué medida es suficiente ponderar la rentabilidad de la empresa aplicando los ratios tradicionales?	Obj. Esp. 1 Analizar las limitaciones al aplicar los ratios financieros tradicionales de rentabilidad en los estados financieros	Hipótesis esp. 1 La aplicación de los ratios financieros tradicionales son insuficientes para medir apropiadamente el Valor Económico Agregado.	X= ratios financieros tradicionales.	X1 = Ratios aplicados en los estados financieros
			Y : indicador financiero Valor Económico Agregado	Y1 = El plan estratégico de negocios

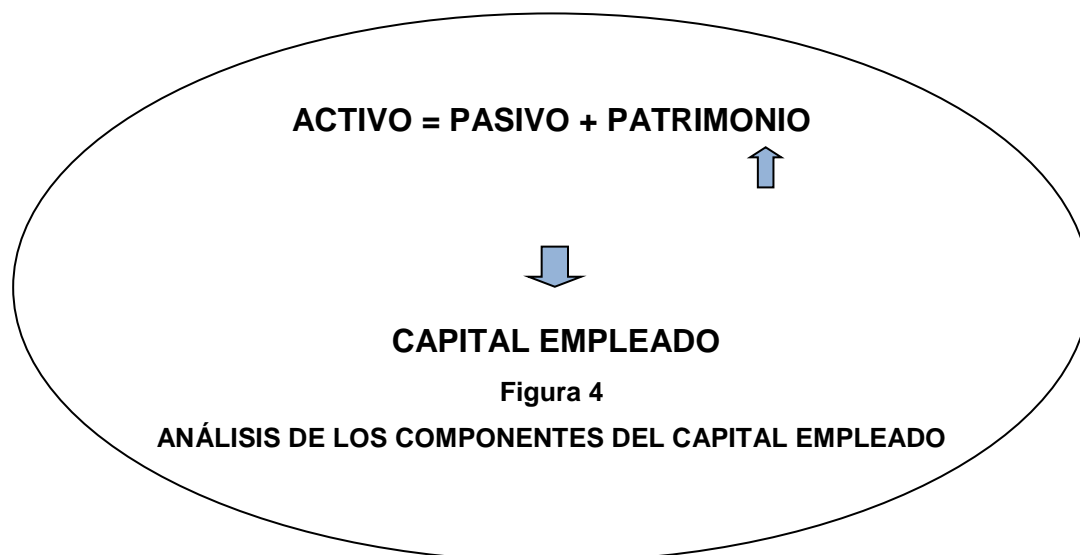
<p>Prob esp. 2</p> <p>¿En qué medida el costo de capital de los accionistas se ve reflejada en la rentabilidad contable de las empresa de consumo masivo de alimentos y confitería?</p>	<p>Obj. Esp. 2</p> <p>Calcular el costo de capital del accionista</p>	<p>Hipótesis esp. 2</p> <p>El costo de capital del accionista afecta al indicador financiero Valor Económico Agregado</p>	<p>X= costo de capital del accionista</p> <p>Y: indicador financiero Valor Económico Agregado.</p>	<p>X1= El índice de rentabilidad del Valor Económico Agregado</p> <p>Y1 = Estados Financieros</p>
<p>Prob esp. 3</p> <p>¿Cómo afectan las tasas de interés variables al indicador financiero Valor Económico Agregado?</p>	<p>Obj. Esp. 3</p> <p>Medir el impacto de las fluctuaciones de las tasas de interés</p>	<p>Hipótesis esp.3</p> <p>Las fluctuaciones de las tasas de interés distorsionan al indicador financiero Valor Económico Agregado</p>	<p>X1= tasas de interés variable</p> <p>Y1: indicador financiero Valor Económico Agregado</p>	<p>X1= Contrato de deuda de tasas de interés. Variables</p> <p>Y1= Niveles de eficiencia de creación de valor</p>

ANEXO 02**MODELO DEL ESTADO DE RESULTADOS**

Fuente : Manual de Administración Financiera- Steven Bolten Volumen I

ANEXO 03

Fuente : Manual de Administración Financiera- Steven Bolten Volumen I

ANEXO 04

Fuente : Manual de Administración Financiera- Steven Bolten Volumen I

ANEXO 05**FORMULA DEL COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL**

$$\left(\frac{\text{COSTO DE LOS PASIVOS (\%)}}{(1 - \text{TASA IMPOSITIVA})} * \frac{\text{TOTAL PASIVO}}{\text{CAPITAL EMPLEADO}} \right) + \left(\frac{\text{COSTO DE OPORTUNIDAD DEL PATRIMONIO (\%)}}{1} * \frac{\text{TOTAL PASIVO}}{\text{CAPITAL EMPLEADO}} \right)$$

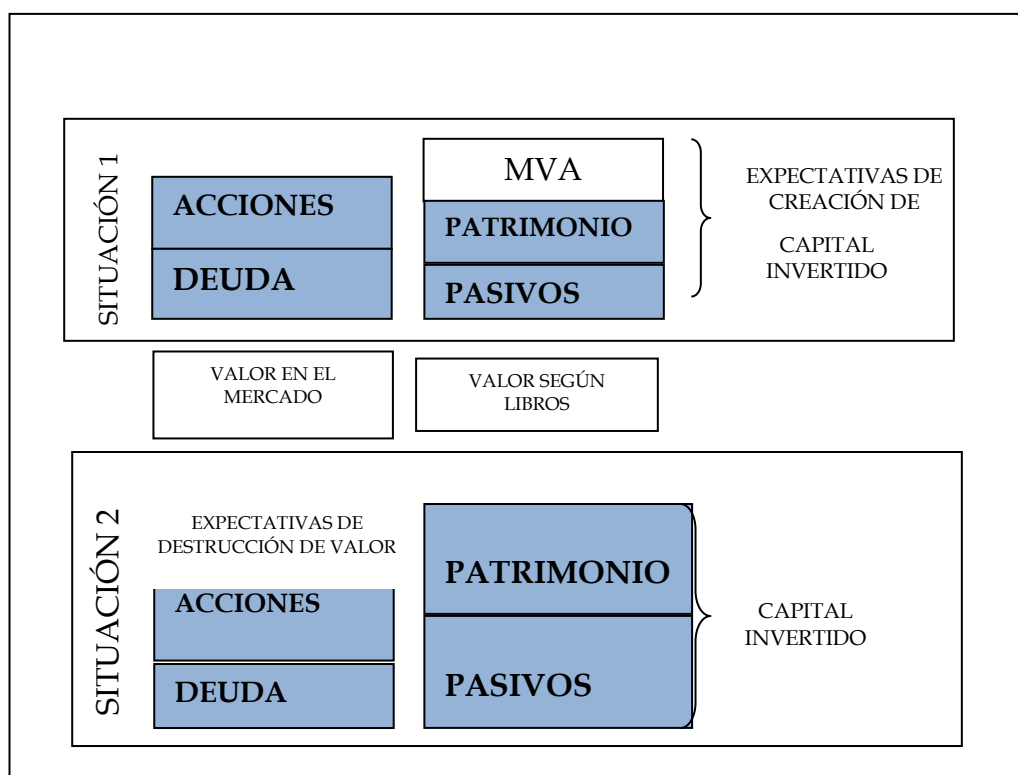
CPPC=

Fuente : Manual de Administración Financiera- Steven Bolten Volumen I

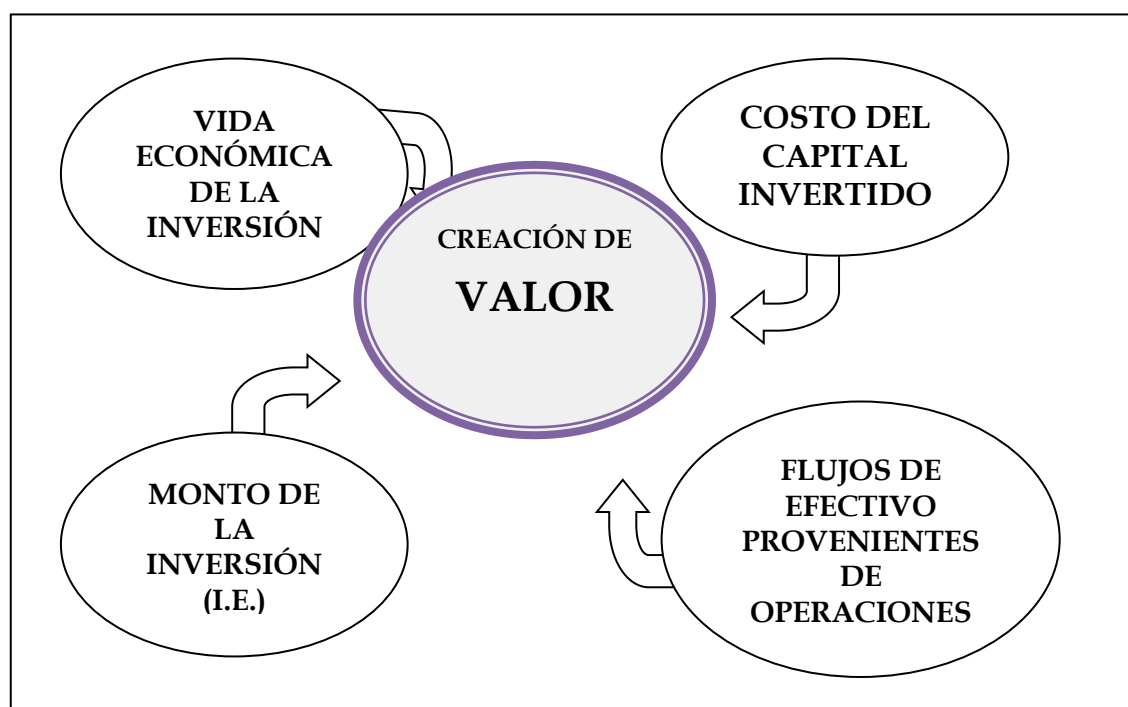
ANEXO 06**Valor de Mercado Agregado**

$$\text{MVA} = \left(\frac{\text{VALOR DE MERCADO DE LA DEUDA}}{\text{VALOR EN LIBROS DE LA DEUDA}} - \frac{\text{VALOR EN LIBROS DE LA DEUDA}}{\text{VALOR EN LIBROS DE LA DEUDA}} \right) + \left(\frac{\text{VALOR DE MERCADO DEL PATRIMONIO}}{\text{VALOR EN LIBROS DEL PATRIMONIO}} - \frac{\text{VALOR EN LIBROS DEL PATRIMONIO}}{\text{VALOR EN LIBROS DEL PATRIMONIO}} \right)$$

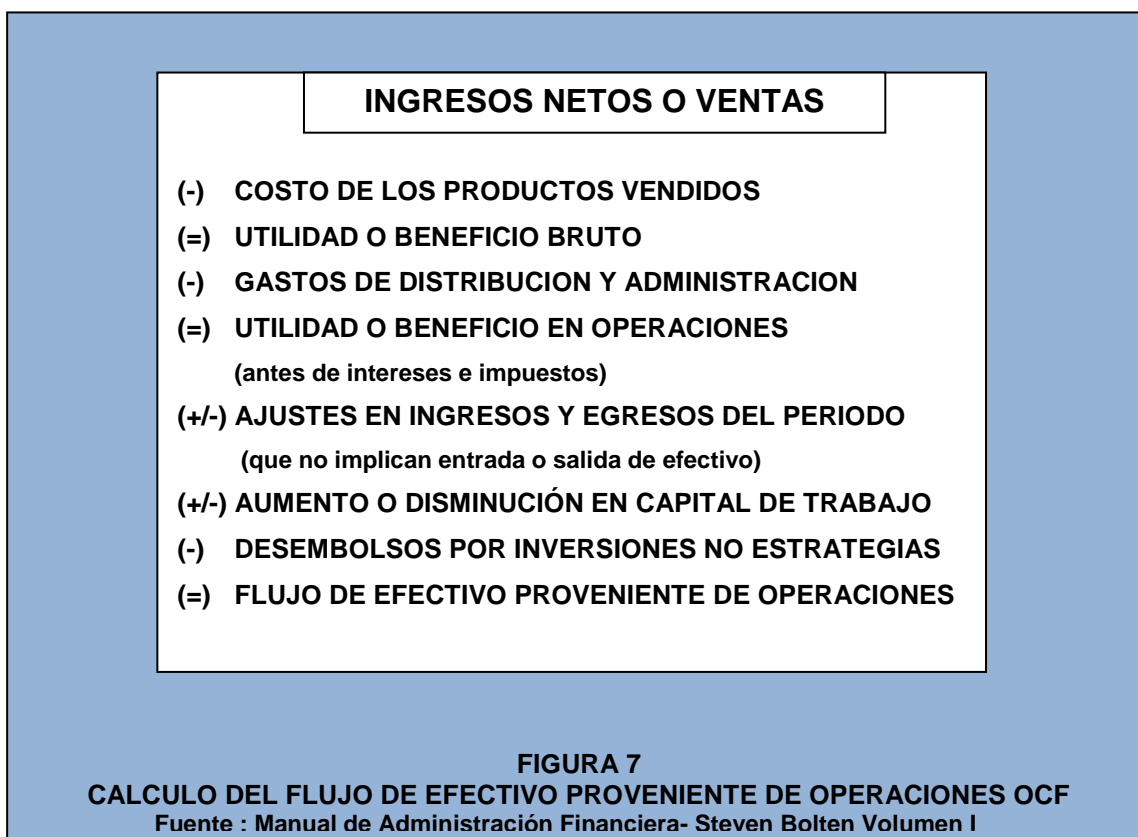
Fuente : - Oriol Amat - Valor Económico Agregado Elaboración propia

GRAFICO No. 01

Fuente - Oriol Amat :Valor Económico Agregado Elaboración propia

GRAFICO No. 02

Fuente : - Oriol Amat- Valor Económico Agregado Elaboración propia

GRAFICO No. 03**GRAFICO No. 04 REGLAS BASICAS DE FINANCIAMIENTO**

Capital Corriente .disponible .exigible .realizable	Deuda Corto Plazo	C. Corriente	Deuda corto plazo
Capital Inmovilizado	Capital Permanente	C. Inmoviliza.	Capital permanente

Fuente : Manual de Administración Financiera- Steven Bolten Volumen I

GRAFICO No. 05 HERRAMIENTAS PARA EL ANALISIS FINANCIERO

ANÁLISIS HORIZONTAL

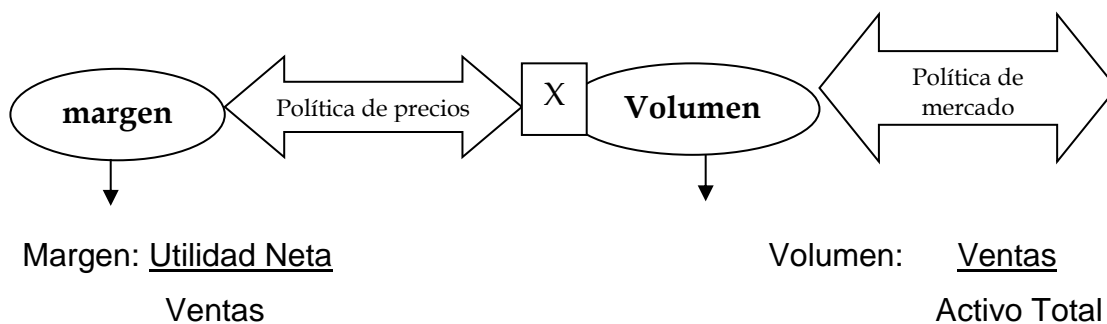
Aplicación	Origen
Capital corriente	Deudas a Corto Plazo
C. Inmovilizado	C. Permanente

ANÁLISIS VERTICAL

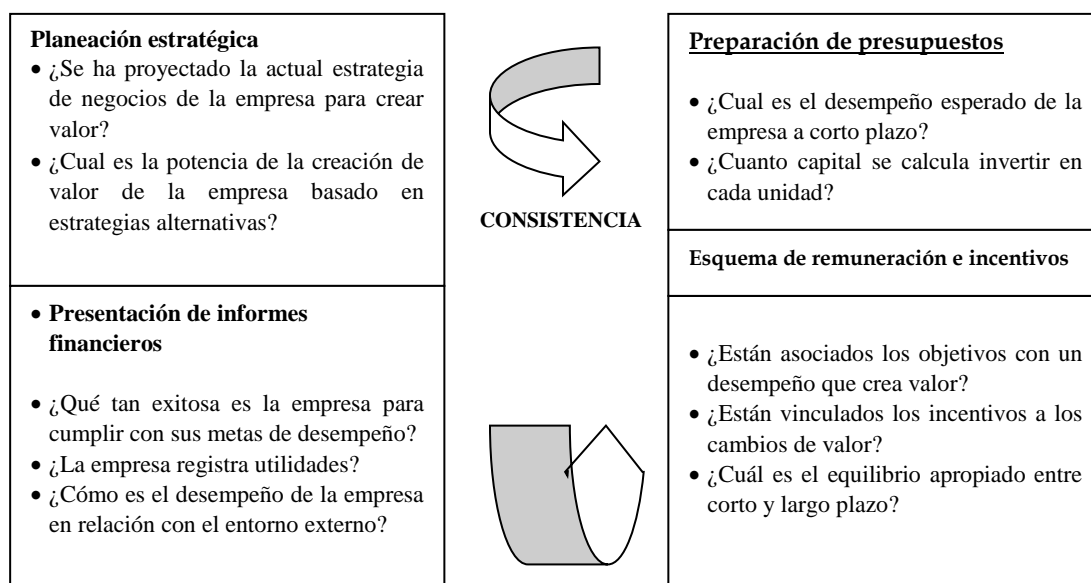
INVERSIÓN	FINANCIAMIENTO
Monto: Sí Tiempo: No	Monto: Sí Tiempo: Sí

Fuente : Manual de Administración Financiera- Steven Bolten Volumen I

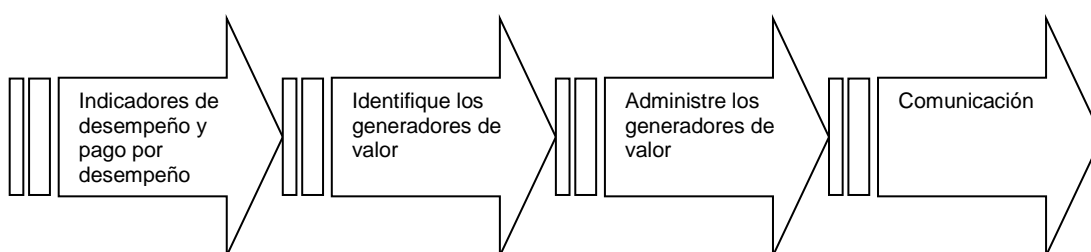
GRAFICO No. 06 Utilización de los Activos



Fuente : - Oriol Amat - Valor Económico Agregado Elaboración propia

GRAFICO No. 07**Procesos para la Administración de Valor**

Fuente : - Oriol Amat - Valor Económico Agregado Elaboración propia

GRAFICO No. 08**Identificación a los Impulsores de Valor**

Fuente :Oriol Amat-Valor Económico Agregado- Elaboración propia

GRAFICO No. 09**CAUSAS DE LAS DESVIACIONES DE VALOR****INTERNAS**

- Estrategia de precios equivocada
- Sobre-ejecución presupuestal
- Inversiones con baja rentabilidad
- Política holgada de inventarios

EXTERNAS

- Ingreso de nuevo competidor
- Incremento en precio de insumo
- Movimientos de tasas de interés / tipo cambio

ALTERNATIVAS DE CORRECCIÓN DE VALOR

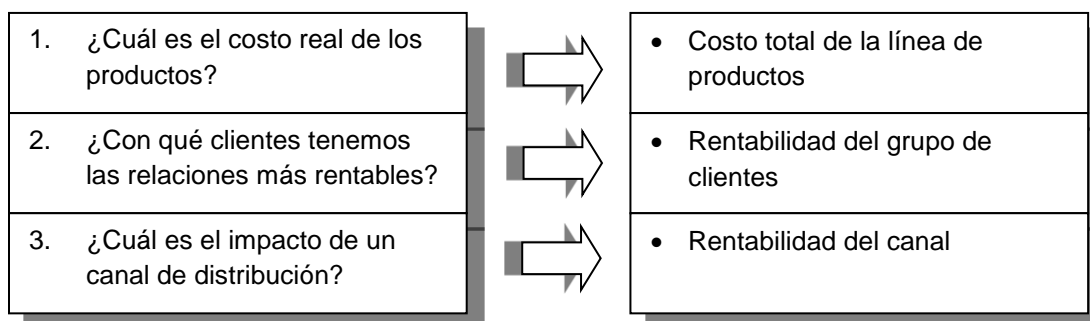
- Tiempo para el impacto
- Requisitos para implementación
- Evaluación financiera
- Responsable de implementación

LA EMPRESA DEBE ESTAR ORIENTADA A LA GENERACION DE RENTABILIDAD

Fuente : Oriol Amat- Valor Económico Agregado

GRAFICO No. 10

UNA Gestión Estratégica de Costos que le provea una mejor comprensión de las situaciones estratégicas que confrontan.

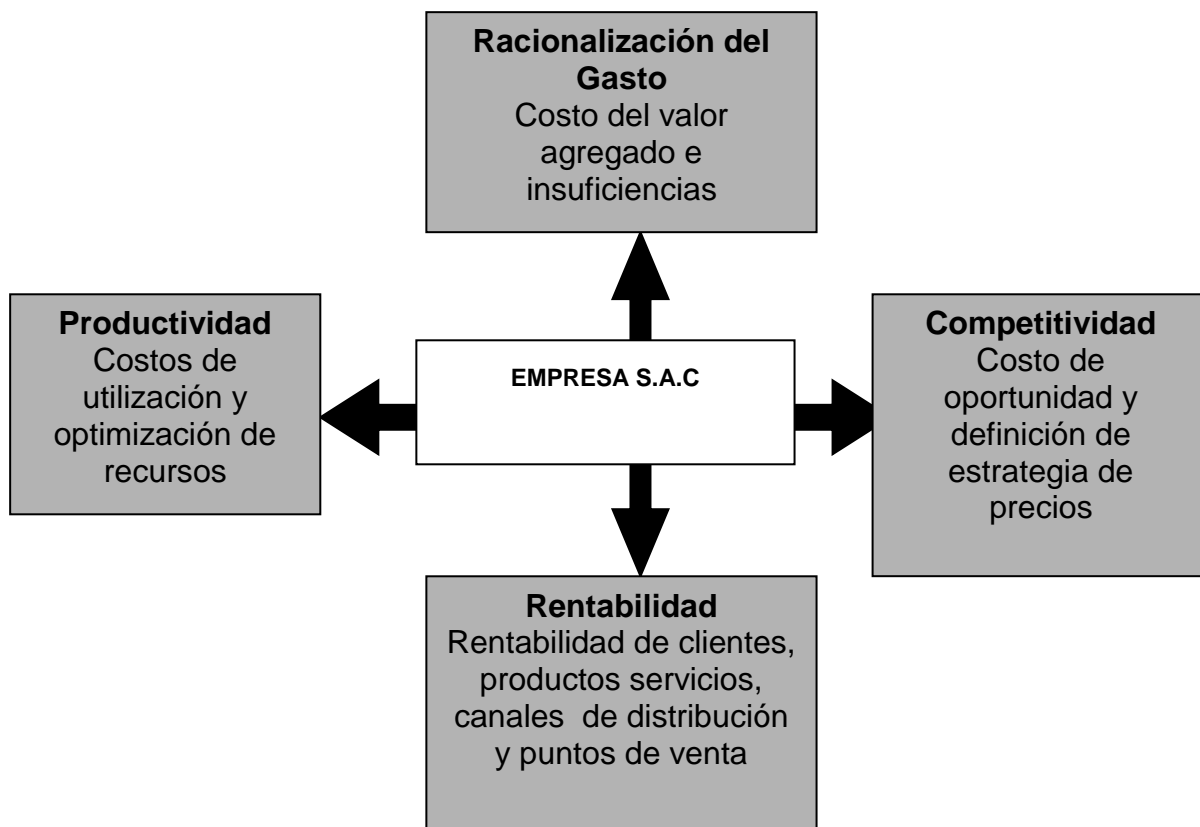


Fuente :Valor Económico Agregado- Oriol Amat

GRAFICO No. 11**MEDICIÓN DE LOS TEMAS FINANCIEROS ESTRATÉGICOS**

		TEMAS ESTRATÉGICOS		
		Crecimiento y mezcla de los ingresos	Reducción de costos y mejoramiento de la productividad	Utilización de los activos
UNIDAD DE NEGOCIOS ESTRATÉGICA	CRECIMIENTO	Tasa de crecimiento en las ventas por segmento	Ingresos por empleado	Inversión como porcentaje de las ventas
		Porcentaje de los ingresos correspondientes a nuevos productos, servicios y clientes		I&D como porcentaje de las ventas
	SOSTENIMIENTO	Participación en los clientes y las cuentas meta	Costo propio frente al de los competidores	Indicadores de capital de Trabajo (ciclo de efectivo)
		Ventas cruzadas	Tasas de reducción en los costos	ROCE expresado sobre las base de categorías de activos clave para el negocio
		Porcentaje de los ingresos provenientes de las nuevas aplicaciones		Tasas de utilización de activos
		Rentabilidad de los clientes y las líneas de producto		
	DESINVERSIÓN	Rentabilidad de los clientes y las líneas de producto		Troughput
		Porcentaje de los clientes que no son rentables		Pagos devueltos

Fuente :Valor Económico Agregado- Oriol Amat

GRAFICO No. 12**GESTIÓN DE LOS COSTOS**

Fuente :Valor Económico Agregado- Oriol Amat

ANEXO 07

Ratios Financieros de las cuatro empresas de alimentos y/o confitería que corresponden al primer trimestre del 2,012

MUESTRA DEL SECTOR ALIMENTOS

Ventas	millones de U.S.\$
% Variación en Ventas	vs. Período año anterior
utilidad Bruta sobre Ventas	% util. Bruta/Vtas
Utilidad Operacional sobre Ventas	% util. Operación/Vtas
Rentabilidad Neta sobre Ventas	% Util. Neta/Vtas
Rentabilidad sobre Patrimonio	% Util. Neta/Patrim
Rentabilidad sobre Activos	% Util. Neta/Activo Total
Rotacion de Activos	Vtas / Activo Total
Liquidez	A.C./P.C.
Endeudamiento ó Solvencia	% Pasivo t. / Activo T.
Valor en Libros	Patrim/Capital Social
STR - Rotación Inventarios	C.V./promo. Inv
Días en Inventarios	prom.Inv/C.V. * días
Días en Cuentas por Cobrar	prom.CxC/Vtas * días
Días en Cuentas por Pagar	prom.CxP/C.V: * días
Días en ciclo de efectivo	días CxP - (CxC + Inv)

1ER. TRIMESTRE 2012			
CHUPETES	ALICORP	KRAFT	Colombina
3.3	115.7	14.5	-
5.1%	8.4%	-9.6%	40.1%
32.2%	22.9%	32.5%	32.7%
4.3%	3.9%	3.0%	8.7%
2.9%	2.9%	0.2%	6.1%
15.9%	5.2%	0.3%	11.8%
6.9%	2.5%	0.2%	6.3%
2.4	0.9	1.2	1.0
1.6	1.1	2.6	1.1
56.8%	51.4%	26.8%	46.7%
1.9	1.1	3.1	9.7
4.5	5.2	6.1	8.5
79	69	59	43
31	59	131	37
65	38	84	55
-45	-91	-107	-25

Fuente : Estados Financieros Chupetes SAC Elaborado :Jaime Rojas Cabezas.- Auditor

ANEXO 08

Información Financiera de la Empresa CHUPETES S.A

BALANCE GENERAL

Al 31 de diciembre del 2,011

(Expresado en Nuevos Soles)

ACTIVO**ACTIVO CORRIENTE**

Caja y Bancos	1,831,570
Cuentas por cobrar comerciales	2,936,111
Otras cuentas por cobrar a vinculadas	3,162,901
Otras cuentas por cobrar	204,408
Existencias	6,117,794
Gastos pagados por anticipado	122,656
Otros activos corrientes	7.099

TOTAL ACTIVO CORRIENTE	14,382,539
-------------------------------	-------------------

ACTIVO FIJO:

Inmuebles, maquinaria y equipo	7,510,144
Depreciación acumulada	(3,328.097)
Total Activo Fijo Neto	4.182.047)

Intangibles	132,682
-------------	---------

Impuesto a la renta y participaciones,

Diferidos activo	971
------------------	-----

TOTAL ACTIVO	18,698,238
---------------------	-------------------

ANEXO 09

Información Financiera de la Empresa CHUPETES S.A

PASIVO Y PATRIMONIO**PASIVO CORRIENTE:**

Cuentas por pagar comerciales	6,163,169
Cuentas por pagar a vinculadas	757,272
Otras cuentas por pagar	2,570,663
Parte Corriente Deudas a Largo Plazo	450.113
TOTAL PASIVO CORRIENTE	9,941,217
DEUDAS A LARGO PLAZO	2.126.437
TOTAL PASIVO	12.067.654

PATRIMONIO

Reserva legal	3,061,120
Capital Social	416,203
Resultados acumulados	3.153.261
TOTAL PATRIMONIO	6,630.584
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	18,698,238

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS

Por el año terminado al 31 de Diciembre de 2,011

Expresados en Nuevos Soles

Ventas	49,192,867
Costo de Venta	32,606,416
Utilidad Bruta	16,586,451
Gastos Operacionales:	
Gastos de Venta	8,260,987
Gastos de administración	2,716.394

Total Gastos Operacionales	10,977,381
Utilidad de Operación	5,609,070
Ingresos financieros	77,684
Gastos financieros	(136,932)
Otros Ingresos	808,175
Otros gastos	(655,736)
Resultado antes de participaciones y Del	
Impuesto a la renta	5,702,261
Participación de trabajadores	(578,353)
Participación de trabajadores-Diferida	262
Impuesto a la renta	(1,561,556)
Impuesto a la renta-Diferido	709

UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO 3,563,323

Fuente Estados Financieros Chupetes SAC Elaboración propia

ANEXO 10**Inversiones 2011****Durante el año, hubo las siguientes adiciones en activos fijos:**

Nuevos Soles	
Edificios e Instalaciones	18,441
Maquinaria y Equipo	219,206
Vehículos	23,709
Muebles y Enseres	16,317
Equipos Diversos	23,887
Equipos Cómputo	158,932
Unidades por Recibir	141,898
Trabajos en curso	30,864
Subtotal	633,254

Leasing Financiero:

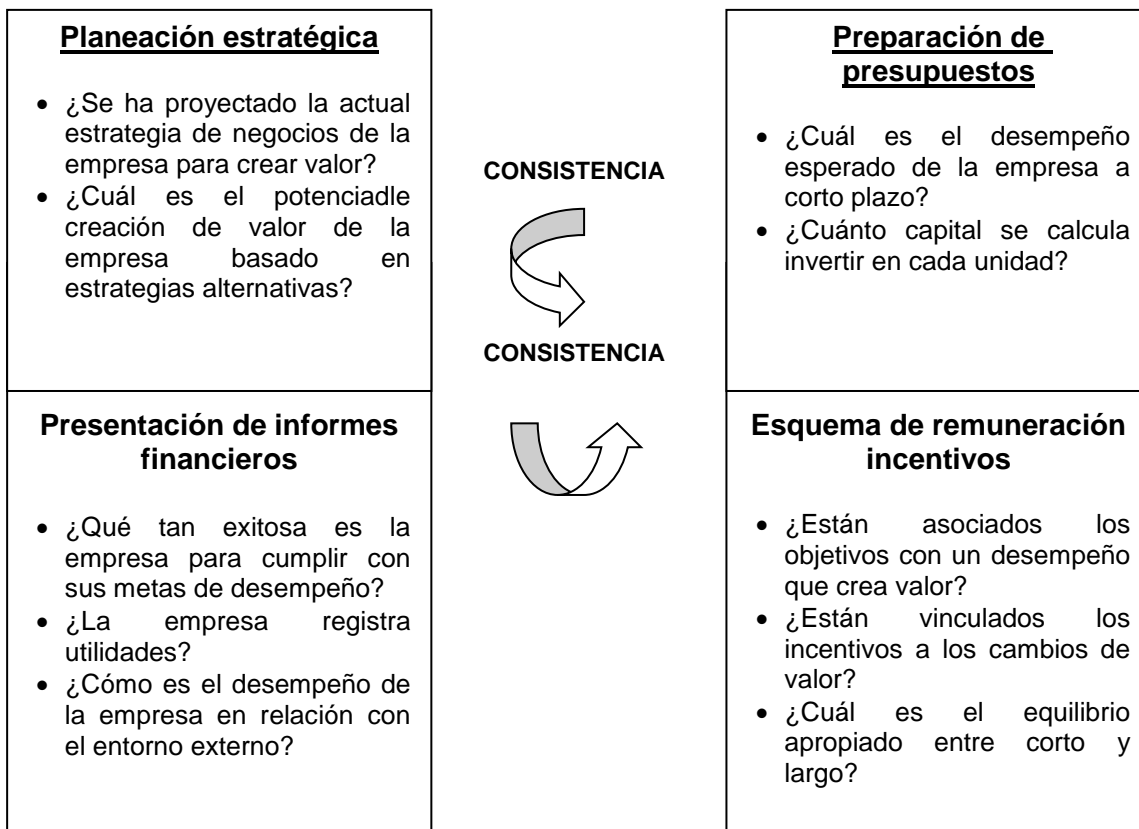
Terreno	480,328
Edificio	2,325,811
Subtotal	2.806.139

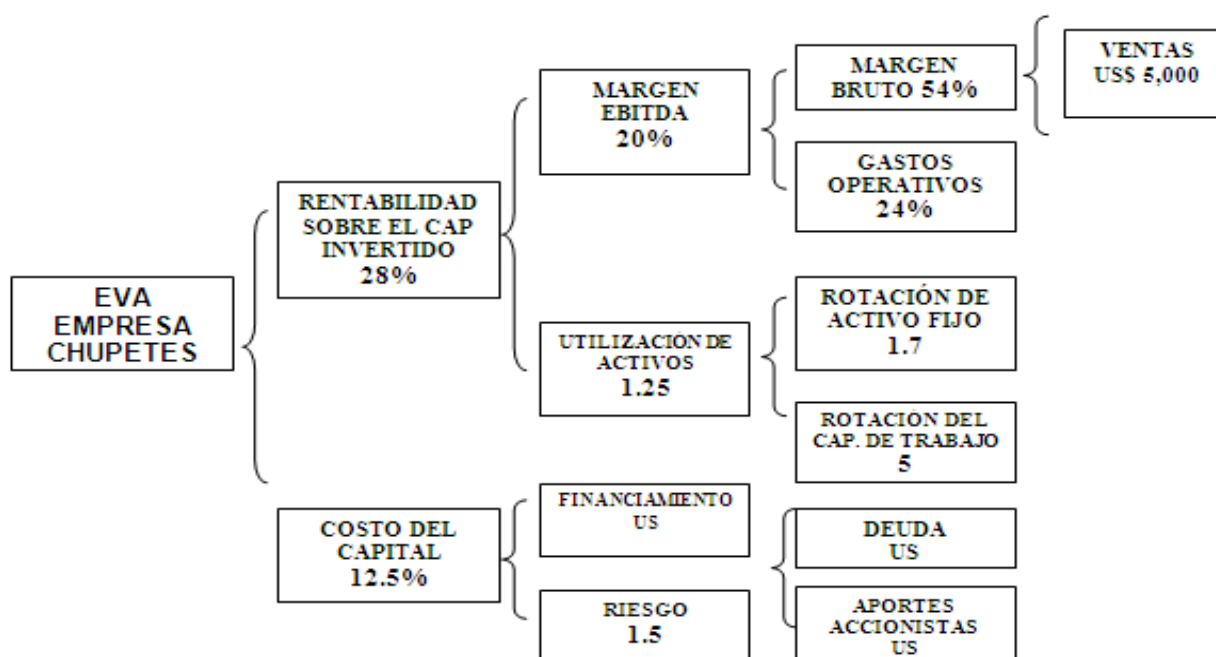
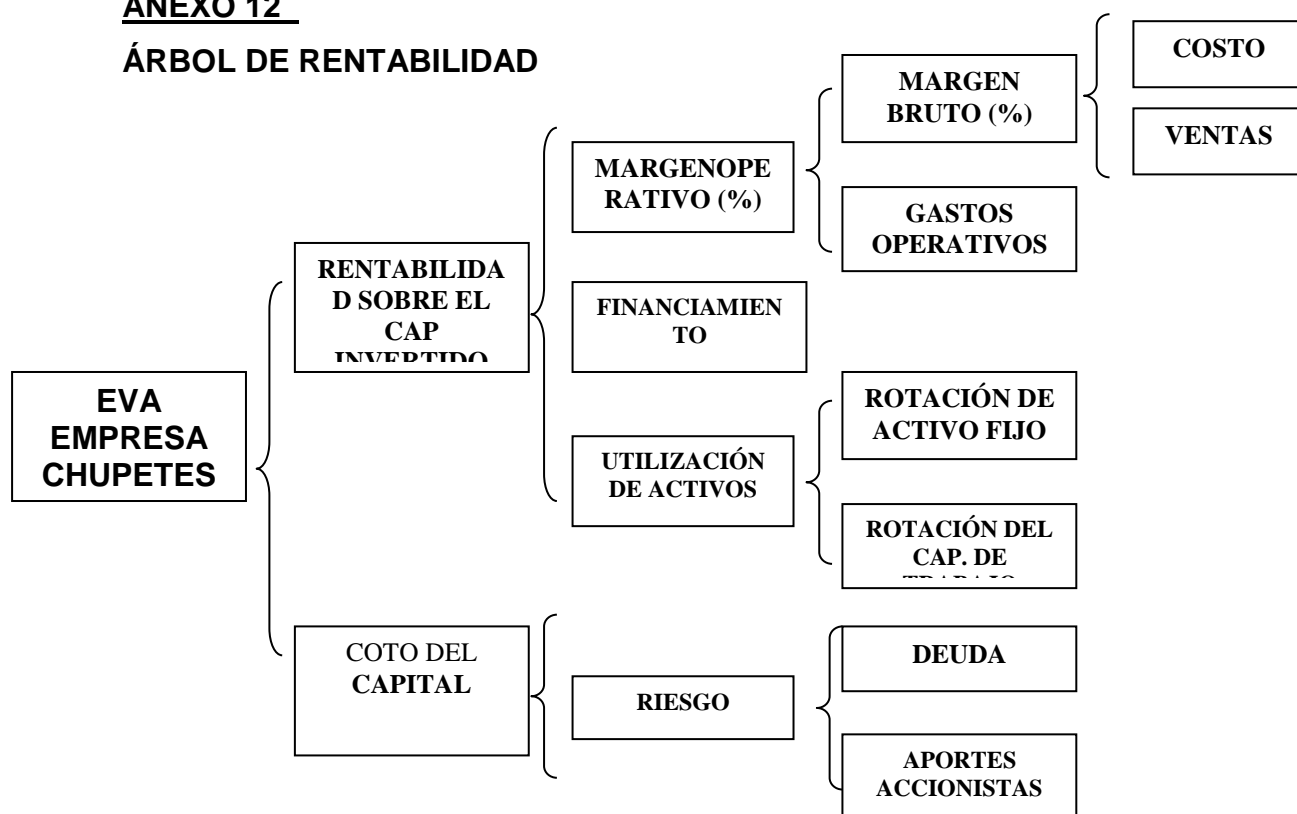
Total	3,439,393
--------------	------------------

Fuente Estados Financieros Chupetes SAC	Elaboración propia
---	--------------------

ANEXO 11

Procesos de Gestión en Creación de Valor

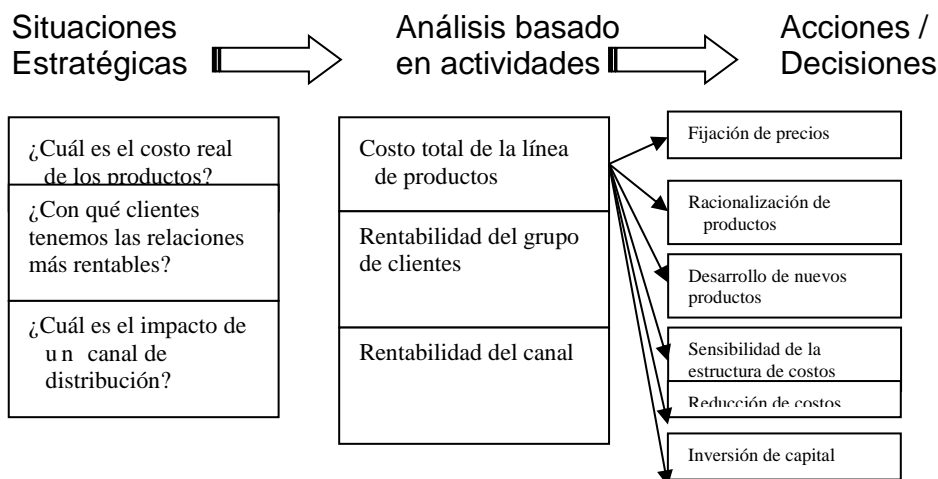


ANEXO 12**ÁRBOL DE RENTABILIDAD**

Fuente : Martin Reaño Aspilcueta-Seminario Gerencia del Valor Agregado

ANEXO 13

GESTIÓN ESTRATÉGICA DE COSTOS Y DISTRIBUCIÓN



Fuente : Oriol Amat-Valor Económico Agregado

Buscar Mejoras en las estrategias para los canales de distribución

